

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Analýza investičních příležitostí na rozvíjejících se trzích

Analysis of investment opportunities in emerging markets

Student: Bc. Monika Mojská

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2009

Na tomto mieste by som chcela poďakovať predovšetkým Ing. Kateřine Kořenej, Ph.D. za čas, ktorý mi venovala, za trpezlivosť a odborné pripomienky, ktorými prispela k vypracovaniu tejto diplomovej práce.

Miestoprísahne prehlasujem, že som celú prácu vrátane všetkých príloh vypracovala samostatne. Prílohy dané mi k dispozícii som samostatne doplnila.

V Ostrave dňa 30. apríla 2009

.....

Podpis

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Finančné trhy .....</b>	<b>6</b>
2.1	Investície na rozvíjajúcich sa trhoch .....	6
2.2	Riziká spojené s investíciami v rozvíjajúcich sa krajinách .....	9
2.3	Analýza akcií.....	9
2.3.1	Portfólio akcií .....	13
2.3.2	Efektívna množina portfólií podľa Markowitzovho modelu .....	15
<b>3</b>	<b>Súčasná situácia na rozvíjajúcich sa trhoch.....</b>	<b>17</b>
3.1	História rozvíjajúcich sa trhov .....	17
3.1.1	Ázijská kríza .....	17
3.1.2	Prehodnotenie rizika rozvíjajúcich sa trhov po kríze .....	21
3.2	Súčasná situácia na trhoch rozvíjajúcich sa krajín .....	23
3.3	Globálna analýza rozvíjajúcich sa krajín.....	24
3.3.1	Globálna analýza – Ázia.....	25
3.3.2	Globálna analýza – Blízky východ a stredná Ázia (MCD).....	30
3.3.3	Globálna analýza - Latinská Amerika a Karibská oblasť .....	35
3.4	Ukazovatele finančného trhu v rozvíjajúcich sa krajinách.....	38
3.5	Výhľad pre rozvíjajúce sa krajiny v najbližších rokoch .....	42
<b>4</b>	<b>Analýza investičných príležitostí .....</b>	<b>44</b>
4.1	Burzové indexy vybraných rozvíjajúcich sa krajín .....	45
4.1.1	Ázijské burzy.....	45
4.1.2	Burzy krajín Blízkeho východu .....	49
4.1.3	Burzy Latinskej Ameriky a Karibiku .....	53
4.2	Efektívne portfólia akcií podľa Markowitzovho modelu.....	58
4.2.1	Ázijské portfólio akcií .....	58
4.2.2	Portfólio akcií Blízkeho východu .....	60

4.2.3	Portfólio akcií Latinskej Ameriky a Karibiku .....	62
4.2.4	Porovnanie efektívnych portfólií rozvíjajúcich sa krajín .....	64
<b>5</b>	<b>Záver .....</b>	<b>66</b>
	<b>Zoznam literatúry.....</b>	<b>67</b>
	<b>Zoznam skratiek</b>	
	<b>Prehlásenie o využití výsledkov diplomovej práce</b>	
	<b>Zoznam príloh</b>	

# 1 Úvod

Aj napriek globalizačným procesom, ktoré je možné pozorovať vo všetkých oblastiach ekonomiky, a teda aj finančných trhov, a ktoré prehlbujú vzťahy a prepojenia jednotlivých trhov užšie a užšie, väčšina investorov obracia svoju pozornosť neustále len na vyspelé západné krajiny a predovšetkým na americkú ekonomiku. Zabúdajú na to, že nové investičné príležitosti im môžu priniesť tzv. emerging markets, teda rozvíjajúce sa krajiny. Tie majú v súčasnosti možnosť využiť núkajúcu sa príležitosť, ukázať svoje prednosti a tak vyťažiť z finančnej krízy, ktorá so sebou priniesla veľa otázok a zmien. V rámci týchto zmien je otvorená aj otázka, ktorá krajina alebo krajiny budú v nasledujúcom období vládnuť svetovým finančným trhom.

Cieľom diplomovej práce je analýza investičných príležitostí v rozvíjajúcich sa krajinách. Práca má oboznámiť investorov s možnosťou investovania v týchto krajinách, s ich ekonomickým a finančným prostredím ako aj s možným smerovaním vývoja týchto trhov v budúcnosti. Je rozdelená do troch kapitol. Prvá kapitola približuje výhody, nevýhody a princípy investovania na finančných trhoch. Zameriava sa tiež na bližšie vymedzenie rozvíjajúcich sa trhov, ich prednosti a riziká. V rámci prvej kapitoly je zahrnutý aj opis Markowitzovho modelu efektívneho portfólia, ktorý je použitý pre zostavenie akciových portfólií v rámci jednotlivých regiónov rozvíjajúcich sa krajín.

Druhá kapitola približuje potenciálnym investorom prostredie rozvíjajúcich sa krajín, v ktorom je možné investovať, jeho doterajší vývoj a vplyv na rozvoj finančného trhu v danom regióne ako aj odhad jeho smerovania v najbližších rokoch. Poukazuje na potenciál niektorých oblastí. Keďže finančné trhy sú úzko prepojené s ekonomickou aktivitou krajiny v druhej časti kapitoly sa nachádza krátky popis základných ekonomických ukazovateľov pre región Ázie, Blízkeho východu a Latinskej ameriky a Karibiku.

Tretia, záverečná kapitola poskytuje bližší pohľad na vývoj finančných trhov prostredníctvom vybraných indexov z jednotlivých krajín. Pomocou Markowitzovho modelu efektívneho portfólia sú z konkrétnych akcií týchto indexov zostavené portfólia pre potencionálnych investorov s rôznym postojom k riziku a k očakávanému výnosu. Investor tak má príležitosť vidieť možné výnosy, či straty pri investovaní do finančných inštrumentov rozvíjajúcich sa krajín ako aj spôsob možného výberu investičných titulov do svojho portfólia.

## 2 Finančné trhy

Finančné trhy sú súčasťou finančného systému, ktorý zahŕňa súbor trhov, inštitúcií, zákonov, regulácií a techník, pomocou ktorých sú obchodované akcie, obligácie a iné cenné papiere, určované úrokové sadzby a poskytované finančné služby na celom svete. Primárnou úlohou finančného systému je alokácia finančných prostriedkov a následne sprostredkovanie ich toku do iných oblastí.

Jadrom finančného systému sú finančné trhy, ktoré umožňujú tok úspor najmä z domácností k tým jednotlivcom a inštitúciám, ktoré potrebujú viac finančných prostriedkov, než sú ich vlastné príjmy.

V rámci týchto tokov finančných prostriedkov je potrebné rozlišovať úspory a investície. Zatiaľ čo úspory znamenajú odloženú spotrebu, investície sú považované za skutočné podnikanie, ktoré zvyšuje domáci produkt v budúcnosti. Investíciami určitá časť verejnosti obetuje určité dnešné hodnoty s cieľom získať nejakú, možno neurčitú, hodnotu v budúcnosti. Zmysel investovať má ale len vtedy, ak je jasný efekt z tejto činnosti, ktorý zaistí nielen vrátenie prostriedkov vložených do investície vrátane úrokov, ale navyše pre investora vytvorí aj zisk. Dôležitými faktormi, ktoré ovplyvňujú proces investovania sú riziko a čas, pretože nie každá investícia je rovnako výnosná, bezpečná a teda aj návratná. Z tohto dôvodu je potrebné rozložiť riziko, ktoré vyplýva z rôznych druhov finančných investícií. Takémuto spôsobu výberu investičných subjektov sa hovorí tvorba portfólia.

### 2.1 Investície na rozvíjajúcich sa trhoch

Emerging markets sú kapitálové trhy rozvíjajúcich sa krajín, ktoré liberalizovali svoj finančný systém, aby podporili príliv kapitálových tokov od zahraničných investorov. Sú to trhy široko otvorené a dostupné novým finančným príležitostiam. Ide o finančné trhy krajín, ktoré ešte nie sú úplne rozvinuté a poskytujú množstvo nevyužitých investičných príležitostí. Medzi identifikačné znaky týchto ekonomík patria existencia solídne rozvinutej domácej ekonomiky a primeraný stupeň integrácie do medzinárodného finančného trhu, ten sa prejavuje rastom záujmu zahraničných investorov. Tieto trhy sú označované za emerging

markets vtedy, ak sú zaradené do informačných databáz významných medzinárodných finančných inštitúcií.

Záujem o tieto trhy sa neustále zvyšuje, čo nie je spôsobené len vysokými výnosmi, keďže na druhej strane sú tiež značne rizikové. Najdôležitejšie pre investorov investujúcich na emerging markets je presvedčenie, že ide o finančné trhy budúcnosti. Dôvodov pre takéto presvedčenie môže byť viac, napr. že ekonomické postavenie Európskej únie, USA a Japonska je síce pomerne stabilné, vinímajúc posledné obdobie poznačené finančnou krízou, ale podiel ekonomicky činného obyvateľstva v týchto krajinách bude neustále klesať a naopak počet dôchodcov bude rásť. Ťažisko ekonomického rozvoja sa bude preto pomaly, presúvať do krajín Ázie (Čína, J. Kórea, Malajzia, Indonézia) a Latinskej Ameriky (Mexiko, Brazília, Venezuela, Chile). Sú to krajiny v ktorých mnohí vidia veľký ekonomický potenciál, ktorý je momentálne využívaný len čiastočne. Je možné preto vidieť trend, že významní inštitucionálni investori ako banky, poisťovne, investičné spoločnosti, či penzijné fondy, ktorí rozhodujú o svetových finančných tokoch, smerujú svoje investície práve do týchto perspektívne sa rozvíjajúcich ekonomík.

Medzi emerging markets je možné zaradiť väčšinu postkomunistických krajín strednej a východnej Európy, Číny, Indie, štáty juhovýchodnej Ázie, niektoré krajiny na Blízkom a Strednom východe a Latinskej Ameriky. Patria sem aj krajiny ako Argentína, Brazília, Čile, Kolumbia, Česká republika, Slovensko, Egypt, Maďarsko, Indonézia, Izrael, Jordánsko, Kórea, Malajzia, Mexiko, Maroko, Pakistan, Peru, Filipíny, Poľsko, Rusko, Juhoafrická republika, Tajvan, Thajsko a Turecko.

Z týchto krajín tie, ktoré sú v porovnaní s ostatnými nadpriemerné svojou rozlohou a počtom obyvateľov, sú pre investorov najzaujímavejšie. Sú to krajiny, v ktorých je pri úspešnom „naštartovaní“ ekonomiky možné očakávať i výrazný rast hodnoty akcií. Medzi štyri najväčšie a najrýchlejšie sa rozvíjajúce ekonomiky sveta patrí Brazília, Rusko, India a Čína, tiež uvádzané pod skratkou BRIC. Z hľadiska tržnej kapitalizácie sú v súčasnosti najväčšími emerging markets Čína, Brazília a India a podľa denného objemu sprostredkovaných obchodov sú na predných miestach medzi rozvíjajúcimi sa krajinami ázijské burzy, a to Šanghajsá, Tajvanská, Hongkonská a Kórejská, v oblasti Blízkeho východu dominuje burza v Istambule, zatiaľčo stredoeurópsky región v objeme obchodov zaostáva.



Keďže medzi jednotlivými krajinami existujú značné rozdiely, je pred nákupom konkrétnych titulov potrebné zvážiť rizikovosť danej krajiny. Čím je ekonomická, politická a právna vyspelosť krajiny nižšia, tým vyššie riziko investor podstupuje, pričom pri posudzovaní rizika danej krajiny je potrebné tiež sledovať stupeň transformácie danej ekonomiky a jej väzby na globálne trhy. Najrizikovejšie sú krajiny s vnútornými politickými a ekonomickými problémami a rizikové bývajú tiež investície v krajinách so štátom riadenou ekonomikou. Za najrizikovejšie sa považujú napríklad juhoamerické trhy a menej vyspelé krajiny bývalého Sovietskeho zväzu. Z pohľadu rizikovosti sa vyspelým krajinám približujú už krajiny strednej a východnej Európy. Tieto krajiny pokročili s transformáciou svojich ekonomík a sú tiež začlenené do západoeurópskych štruktúr.

Investor v porovnaní s vyspelými akciovými trhmi podstupuje na rozvíjajúcich sa trhoch vyššie politické, ekonomické a menové riziko. Taktiež pri priamom nákupe akcií je dostupnosť informácií o vybranej spoločnosti dosť ťažká. Jednotlivé riziká pri investovaní na emerging markets sú vzájomne prepojené a nie je možné jednoznačne povedať, ktoré je najdôležitejšie.

Na akciových trhoch rozvíjajúcich sa krajín je možné dosiahnuť v porovnaní s vyspelými trhmi omnoho vyššie zhodnotenie. Vďaka obchodnému a kapitálovému prepojeniu trhov existuje medzi vývojom na rozvíjajúcich sa a vyspelých trhoch veľmi silná závislosť. Väčšina emerging markets rastie vďaka investíciám prichádzajúcim z vyspelých krajín a naopak exportuje komodity či hotové výrobky do týchto krajín. Napríklad pri oslabení rastu v USA a západnej Európe môžu po určitú dobu odolávať trhy napríklad v Číne. Ale ani tak veľká ekonomika ešte nie je v pozícii, kedy by mohla dlhodobo ignorovať dianie na vyspelých trhoch. Akciové trhy v rozvíjajúcich sa a vyspelých krajinách teda rastú alebo klesajú súčasne, pričom rozdiel je v intenzite rastu alebo poklesu. Obecne je možné povedať, že akciové trhy rozvíjajúcich sa krajín rastú rýchlejšie než akciové trhy vyspelých ekonomík v dobách globálnej konjunktúry a naopak výrazne klesajú v dobách útlmu. Je potrebné však počítať s tým, že „nadvýkonnosť“ nie je na akciových trhoch rozvíjajúcich sa krajín dlhodobo udržateľná. Niekoľko rokov je možné dosahovať nadpriemerný výnos, ale zároveň behom niekoľkých mesiacov je možné stratiť takmer všetko. Rozvíjajúce trhy sú charakteristické i značnou kolísavosťou kurzov akcií, t.j. volatilitou.

## 2.2 Riziká spojené s investíciami v rozvíjajúcich sa krajinách

Možné riziká vyplývajúce z investovania na rozvíjajúcich sa trhoch sú opísané v nasledujúcom texte.

*Nízka likvidita trhu*, ktorá spôsobuje že investor sa môže dostať do situácie, kedy nie je možné predat' či kúpiť vybraný titul v čase a za daných podmienok, ktoré by mu vyhovovali. V prípade nízkej likvidity sú investori nútení reagovať na správy o vývoji na trhu omnoho prudšie, čo má za následok vyššiu volatilitu jednotlivých titulov.

*Nedostatočné právne prostredie* spôsobuje, že menej vyspelé akciové trhy sa najmä vo svojich začiatkoch stretávajú s problémom fungovania finančných trhov. Dôsledkom takého právne nedostatočne zabezpečeného prostredie môžu byť nedostatočne chárané investície.

*Nižšia transparentnosť trhu a dostupnosť informácií* sú pre investora rizikom, keďže ten nechce len špekulovať. Potrebuje získať o vybranom titule dostatok informácií a tie môžu byť v niektorých rozvíjajúcich sa krajinách nedostupné. Často sa pri obchodovaní na týchto trhoch vychádza z verejne dostupných informácií, čím môže byť investor znevýhodnený.

*Kurzové riziko*, ktoré je spojené s pohybom domácej meny voči mene, v ktorej investor investuje. Pohybom domácej meny je ovplyvnený aj konečný výnos z investície, pretože ak domáca mena investora posilňuje, jeho výnos z investície klesá. Zároveň vo všeobecnosti meny rozvíjajúcich sa krajín často viac kolíšu, čo zvyšuje rizikovosť takýchto investícií.

*Riziko odlivu zahraničných investorov* nastáva v prípade, že poklesnú globálne ekonomiky. V dôsledku poklesu uskutočňujú investori potrebné opatrenia a najskôr opúšťajú akciové trhy rozvíjajúcich sa krajín. Takýto značný odliv kapitálu v jeden okamih spôsobuje, že rozvíjajúce trhy podliehajú väčším výkyvom.

## 2.3 Analýza akcií

Spomedzi cenných papierov patria akcie k rizikovejším investíciami a to najmä z dvoch dôvodov. Ich kurzy sú pohyblivejšie a teda častejšie dochádza k ich výkyvom. Druhý

dôvod je, že budúci výnos z akcií, tj. dividenda, nie je väčšinou známy dopredu, keďže výška dividendy závisí na výsledku hospodárenia spoločnosti ako aj na rozhodnutí jeho rozdelenia orgánmi spoločnosti.

Hlavným dôvodom nákupu akcií je špekulácia na zvýšenie ich kurzu, preto podmienkou úspešnosti transakcie je nájdenie takých akcií, ktoré sú v aktuálnom čase podhodnotené. Pre zistenie takýchto skutočností existuje viacero metód akciových analýz. Každá z nich vychádza z rozdielnych predpokladov a využíva iné vstupné údaje a tiež spôsob ich použitia je rozdielny. Nie je možné povedať, ktorá z metód je najvhodnejšia, keďže každá z metód sa používa k inému účelu.

Základné metódy analýzy akcií:

- fundamentálna analýza,
- technická analýza,
- psychologická analýza.

*Fundamentálna analýza* sa zameriava na odhad všetkých faktorov, ktoré môžu mať v budúcnosti vplyv na vývoj kurzu akcií. Prostredníctvom analýzy sa vyhodnocuje súčasný obchodný stav a budúca perspektíva spoločnosti. Dôležité je správne ocenenie akcie pomocou niektorého z modelov vnútornej hodnoty.

*Technická analýza* vychádza z publikovaných minulých cien a objemov obchodov. Táto analýza je založená na predpoklade, že tržná cena akcií je determinovaná vzťahom medzi ponukou a dopytom. Podľa technických analytikov akciové kurzy vykazujú trendový charakter správania a ich následné kurzové zmeny sú na sebe závislé.

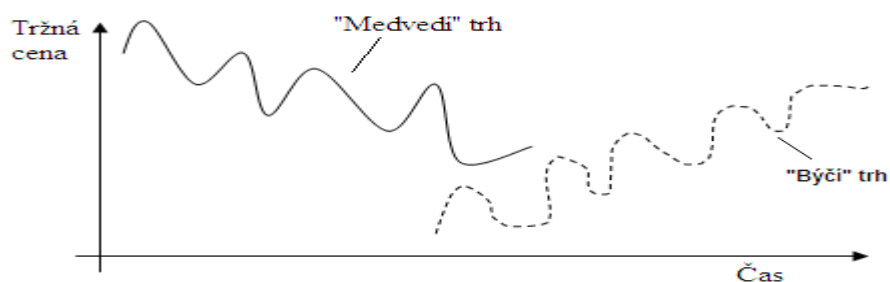
*Psychologická analýza* vychádza z predpokladu existencie masovej psychológie, a to predovšetkým v krátkom období. To znamená, že ak sa investori riadia podľa toho, čo hovoria ostatní, ako napr. že je výhodné kúpiť, tak nakupujú akcie a tým stúpa aj ich cena a je možné hovoriť o kolektívnej psychológii.

Aj keď je vývoj kurzu každej akcie individuálny, je možné vypožorovať jeho typický priebeh v určitých štandardných situáciách, v ktorých sa kury akcie môže ocitnúť. Tento smer vývoja akcie sa označuje pojmom trend, ktorý môže byť vzostupný, konštantný a zostupný. Paradoxom trhu je že pri stúpajúcich kurzoch investori neustále nakupujú, keďže očakávajú,

že ceny pôjdu ešte vyššie a môžu viac zarobiť. Tento rastúci dopyt po akciách tlačí kurzy akcií stále vyššie a takémuto trhu sa hovorí aj „býčí trh“ (Graf 2.1). Vzostupný trend zostáva na trhu tak dlho, pokiaľ sa každé nové denné maximum kurzu nachádza nad predchádzajúcim vrcholom.

V momente keď sa každé nové minimum nachádza pod najnižšou hodnotou kurzu z predchádzajúceho dňa, dochádza k zostupnému trendu, predaje akcií nemajú svojho konca a slabý dopyt po nich vedie k poklesu kurzov. Trh nachádzajúci sa v takejto situácii je označovaný ako „medvedí trh“ (Graf 2.2).

Graf 2.1 „Býčí“ a „medvedí“ trh

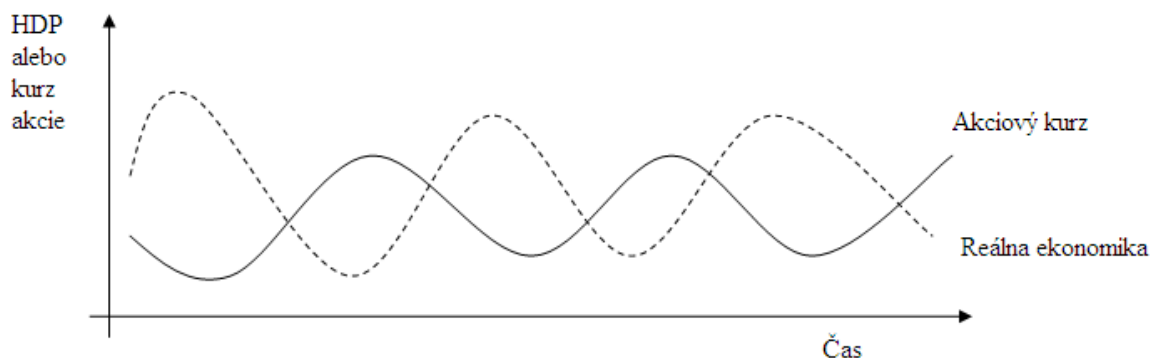


Zdroj: POLÁCH, Jiří. Základy kapitálových trhů.

K trendu patria tiež jeho krátkodobé výchylky, ktoré korigujú predchádzajúci prehnaný rast alebo výraznejší pokles kurzu.

Kurzy akcií sú úzko prepojené s vývojom ekonomiky. Burzový cyklus, resp. priebeh kurzu predpovedá hospodársky cyklus a teda vývoj *hrubého domáceho produktu*.

Graf 2.2 Vzťah medzi hospodárskym cyklom a akciovým trhom



Zdroj: POLÁCH, Jiří. Základy kapitálových trhov.

Rozhodnutie o nákupe či predaji akcií predurčujú očakávania investorov týkajúce sa vývoja ekonomiky a ziskov akciových spoločností. Ak investori očakávajú rast hospodárstva, dochádza k vzostupu kurzov už vo fáze poklesu hospodárstva, t.j. recesie. V tomto období sa snažia taktiež centrálné banky udržiavať úrokové sadzby na nízkej úrovni a výnosy bankových vkladov ako aj obligácií sú v dôsledku týchto opatrení slabé a sotva pokrývajú infláciu. Akcie sú v danom období preto zaujímavou alternatívou pre uloženie voľných peňažných prostriedkov.

Vo fáze hospodárskeho rastu, tj. expanzie, konjunktúry, začínajú investorom peňažné prostriedky pre investovanie dochádzať. Centrálné banky, aby zmrazili príliš rýchly rast hospodárstva zvyšujú úrokové sadzby, čím zvýhodňujú investičné inštrumenty naviazané na vysoké úrokové sadzby. Pretože v tomto období je možné aj v bankách bez veľkého rizika získať zaujímavé zhodnotenie, investori nevkladajú peniaze do akcií v takej miere ako je to pri hospodárskom poklese. Tento klesajúci záujem o akcie je ukončený opäť vzostupným trendom na burzách skôr, než skončí konjunktúra.

### 2.3.1 Portfólio akcií

Investor sa pri rozhodovaní o tom do ktorých akcií má investovať môže riadiť buď už spomínanými analýzami akcií, ktorými analyzuje akcie jednotlivo, alebo pri investovaní do viacerých akcií, kedy sa týmto snaží o zníženie svojho rizika z investovania diverzifikáciou, môže využiť niektorý z modelov pre hľadanie optimálneho portfólia.

Nakoľko akcie patria medzi najrizikovjšie finančné inštrumenty všetky modely sú formulované za rizika ako stochastické:

- mean-variance model,
- Markowitzov model,
- Blackov model,
- Tobinov model.

Keďže v prípade portfóliových investícií je teoretickou oporou predovšetkým Teória portfólia Markowitza, bude táto teória aplikovaná pri analýze investovania do akcií pre jednotlivé regióny rozvíjajúcich sa krajín.

Markowitzov model vychádza z nasledujúcich predpokladov:

- investori majú averziu k riziku,
- všetci investujú v priemere na rovnakú dobu,
- rozhodovanie investorov súvisí a je ovplyvňované očakávanými úžitkami, ktoré sú konštruované z očakávaných výnosov a rizík stanovených smerodatnými odchylkami,
- existencia dokonalých kapitálových trhov.

Rizikovosť celého portfólia závisí na miere korelácie pohybu výnosu jednotlivých aktív v portfóliu. Na základe toho sa rozlišujú:

- *aktíva s tzv. pozitívne korelovanými výnosmi* – výnos sa pohybuje identicky a teda s rovnakou pravdepodobnosťou u jedného aj druhého aktíva očakávané výnosy rastú alebo klesajú,

- *aktíva s tzv. negatívne korelovanými výnosmi* – výnosy sa pohybujú inverzne, t.j. v opačnom smere, čo je podmienkou zostavenia vhodného portfólia,
- *aktíva nekorelované* – pohyb výnosov akcií nie je v žiadnom vzťahu a teda korelačný koeficient je v takomto prípade rovný nule.

Záverom selektívneho modelu Markowitza je „Zníženie celkového rizika portfólia je možné uskutočniť kombináciou takých aktív, ktoré nie sú pozitívne korelované.“ (Jiří Polách a kol., 2006).

Očakávaný výnos súboru investícií je možné vypočítať ako vážený priemer očakávaných individuálnych výnosov jednotlivých dokumentov, kde váhy predstavujú podiely jednotlivých investícií na celkovom portfóliu. Vzťah pre výpočet bude teda nasledovný:

$$E(r_p) = X_1 \cdot E(r_1) + \dots + X_n \cdot E(r_n) \quad (2.1)$$

kde  $E(r_p)$  je očakávaný výnos portfólia,  $X_1$  je podiel prvej investície na celkovom portfóliu,  $E(r_1)$  očakávaný výnos prvej investície,  $X_n$  podiel n-tej investície na celkovom portfóliu a  $E(r_n)$  očakávaný výnos n-tej investície.

Okrem očakávaného výnosu je potrebné pri zostavovaní portfólia poznať aj riziko. Toto môže byť dokonca nižšie ako riziko spojené s každou jednotlivou investíciou v prípade vhodne zostaveného portfólia. Matematicky sa očakávané riziko vyjadrí ako smerodajná odchýlka rozptylu:

$$\sigma_p = \sqrt{x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 r_{12} \sigma_1 \sigma_2} \quad (2.2)$$

kde  $\sigma_p$  je smerodajná odchýlka, t.j. riziko portfólia,  $x_1$  podiel prvej investície v portfóliu,  $\sigma_1^2$  rozptyl prognózovaných výnosov prvej investície,  $x_2$  podiel druhej investície v portfóliu,  $\sigma_2^2$  rozptyl prognózovaných výnosov druhej investície,  $r_{12}$  korelačný koeficient,  $\sigma_1$  smerodajná odchýlka prvej investície a  $\sigma_2$  smerodajná odchýlka druhej investície.

Aby bolo možné vypočítať riziko portfólia, je potrebné z vyššie uvedeného vzťahu dopočítať ešte korelačný koeficient, ktorý meria vzájomný vzťah medzi dvoma investíciami. Hodnota korelačného koeficientu nadobúda hodnoty od -1 do +1, kedy v prípade hodnoty -1 sa hovorí, že dané dve investície majú dokonalú negatívnu koreláciu, t.j. výnosy sa pohybujú

inverzne, zatiaľ čo pri hodnote +1, dokonalá pozitívna korelácia, sa výnosy pohybujú rovnakým smerom. Ak je hodnota rovná nule, výnosy z oboch investícií sa pohybujú nezávisle. Korelačný koeficient sa vypočíta nasledujúcim vzťahom:

$$r_{12} = \frac{cov_{12}}{\sigma_1 \sigma_2} \quad (2.3)$$

kde  $r_{12}$  je korelačný koeficient 1. a 2. investície,  $cov_{12}$  je kovariancia,  $\sigma_1$  je smerodajná odchýlka 1. investície a  $\sigma_2$  je smerodajná odchýlka 2. investície. V tomto vzťahu je pri výpočte použitá kovariancia, ktorá vyjadruje absolútne meradlo smeru vzájomného pohybu investícií. Jej matematický zápis predstavuje nasledujúci vzorec:

$$cov_{12} = \sum [r_{i1} - E(r_1)] [r_{i2} - E(r_2)] P_i \quad (2.4)$$

kde  $cov_{12}$  je kovariancia,  $r_{i1}$  sú prognózované jednotlivé výnosové miery z prvej investície,  $E(r_1)$  je priemerná očakávaná výnosová miera z prvej investície,  $r_{i2}$  sú prognózované jednotlivé výnosové miery z druhej investície,  $E(r_2)$  je priemerná očakávaná výnosová miera z druhej investície a  $P_i$  je pravdepodobnosť výskytu jednotlivých prognózovaných výnosových mier.

### 2.3.2 Efektívna množina portfólií podľa Markowitzovho modelu

Markowitzov model je modelom mean-variance, pričom pri tomto modeli je možné investovať len do rizikových aktív a nie je dovolený krátky predaj.

Pre výpočet efektívnej množiny portfólia podľa Zmeškala (2004) je potrebné najskôr zistiť krajné body množiny. Jeden bod pre tzv. minimálne riziko a druhý bod pre maximálny stredný výnos. Pre vnútorné body efektívnej množiny je nutné formulovať tri typy úloh a pre samotný výpočet je potrebné najskôr k jednotlivým úlohám a efektívnym portfóliám pripraviť vektor premenných, prepočítaný rozptyl, smerodajné odchýlky a stredné hodnoty výnosov. Po vypočítaní všetkých spomenutých ukazovateľov je možné prepočítavať efektívne portfólio s minimálnym rizikom. Účelová funkcia tohto portfólia  $\sigma_p \rightarrow \min$ , vyjadruje hľadanú minimálnu smerodajnú odchýlku portfólia. Pre výpočet daného portfólia sú stanovené dve podmienky. Prvá podmienka  $\sum x_i = 1$ , vyjadruje, že súčet všetkých relatívnych podielov  $x_i$  je rovný jednej, a teda že je možné investovať iba toľko finančných prostriedkov, koľko ich je



k dispozícií. Druhá podmienka  $x_i \geq 0$ , je podmienkou nezápornosti, pretože v rámci modelu nie je dovolený krátky predaj. Na záver výpočtu je pomocou funkcie Excelu – *Riešiteľ*, ako úloha nelineárneho programovania, nájdené optimálne zloženie portfólia s minimálnym rizikom.

Zloženie efektívneho portfólia s maximálnym očakávaným výnosom, je tiež počítané ako úloha nelineárneho programovania pomocou funkcie *Riešiteľ*. Účelová funkcia pre toto portfólio  $E(R_p) \rightarrow \max$ , vyjadruje maximálnu hodnotu očakávaného výnosu za rovnakých podmienok ako pri portfóliu s minimálnou smerodajnou odchýlkou, t.j.  $\sum x_i = 1$  a  $x_i \geq 0$ .

Aby bolo možné vypočítať zloženia portfólií vnútorných bodov množiny, ktorých výnosy sú v rovnakých, t.j. ekvidistančných vzdialenostiach je potrebné pomocou vzťahu (2.5) vypočítať ekvidistančný interval stredného výnosu portfólií.

$$\text{ekvidistančný interval} = \frac{E(R_{pE}) - E(R_{pA})}{n - 1} \quad (2.5)$$

kde  $E(R_{pB})$  je výnos portfólia s maximálnym očakávaným výnosom a  $E(R_{pA})$  je výnos portfólia s minimálnou smerodajnou odchýlkou,  $n$  vyjadruje počet všetkých prepočítavaných portfólií. Výpočtom ekvidistančného intervalu je možné dopočítať generované ekvidistančné body  $E(R_{pj})$  pre vnútorné efektívne portfólia pomocou nasledujúceho vzťahu:

$$E(R_{pj}) = E(R_{j-1}) + \text{ekvidistančný interval} \quad (2.6)$$

kde  $E(R_{pj})$  je očakávaný výnos  $j$ -teho portfólia.

Po uskutočnení predošlých výpočtov je možné dopočítať zloženie vnútorných efektívnych portfólií pre vopred stanovenú, resp. generovanú hodnotu očakávaného výnosu portfólia. Účelová funkcia týchto portfólií  $\sigma_p \rightarrow \min$  vyjadruje minimalizáciu rizika a teda smerodajnej odchýlky. Pre výpočet je potrebné definovať tri podmienky. Prvé dve podmienky,  $\sum x_i = 1$  a  $x_i \geq 0$ , sa zhodujú s podmienkami pre výpočet portfólia s minimálnu smerodajnou odchýlkou a maximálnym očakávaným výnosom. Tretia podmienka  $E(R_p) = E(R_{p-\text{generované}})$  zaisťuje, že očakávaný výnos  $E(R_p)$  efektívneho portfólia bude zodpovedať požadovanej strednej hodnote výnosu  $E(R_{p-\text{generované}})$  v ekvidistančnom bode stanovenom vopred. Na záver výpočtu nasleduje postupný optimalizačný prepočet zložení efektívnych portfólií pomocou funkcie *Riešiteľ*.

### **3 Súčasná situácia na rozvíjajúcich sa trhoch**

Vývoj ekonomiky je opísaný pomocou makroekonomických ukazovateľov. Tieto sú najvýznamnejšou skupinou faktorov ovplyvňujúcou akciové kurzy, ktoré v dlhom období kopírujú vývoj ekonomickej aktivity. Ekonomická prosperita podnecuje na akciových trhoch optimizmus, čo dokazujú aj mnohé historické skúsenosti. Naopak pesimizmus a negatívny vývoj na akciových trhoch býva spojený s ekonomickou recesiou.

Táto časť práce sa aj preto zaoberá situáciou na rozvíjajúcich sa trhoch. Približuje ekonomické ukazovatele, hrubý domáci produkt, infláciu a prípadne ďalšie, ktoré ovplyvňujú výkonnosť finančných trhov a ktoré sú dôležitými indikátormi pri rozhodovaní sa investora. V jednotlivých podkapitolách sa priamo zameriava na konkrétne regióny sveta a vybrané krajiny.

#### **3.1 História rozvíjajúcich sa trhov**

Keďže ekonomika ako aj trhy sa vyvíjajú v určitých cykloch a mnohé situácie sa opakujú je dôležité minulé udalosti analyzovať a predchádzať tak podobným situáciám v budúcnosti.

##### **3.1.1 Ázijská kríza**

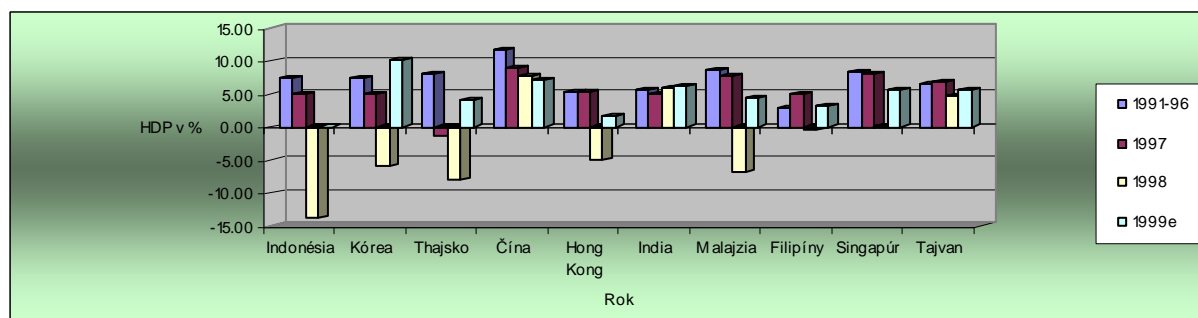
Ázijská kríza bola veľkým šokom a skúškou pre investorov na rozvíjajúcich sa trhoch. Nešlo len o nesmierne straty z investícií, ale tiež o stratu dôvery v model ázijskej ekonomiky a atraktivity rozvíjajúcich sa krajín. Mnoho investorov verilo, že rýchly a relatívne stabilný ekonomický rast v regióne bol štandardom a predvídali v tomto regióne len stredne obtiažne prekážky.

V dôsledku Ázijskej krízy sa veľa investorov odvrátilo od rozvíjajúcich sa trhov a ostatní si začali klásť otázku, či pre rozvoj ekonomického potenciálu rozvíjajúcich sa

ekonomík nie je lepšie nakupovať akcie medzinárodných spoločností so značným pôsobením v rozvíjajúcich sa krajinách než kupovať akcie lokálnych spoločností.

Pre krajiny zasiahnuté krízou, boli dôsledky širokosiahle. Kríza zasiahla tak ekonomický ako aj finančný systém a priniesla dramatické prepady v akciových cenách. V troch najviac zasiahnutých krajinách Kórei, Thajsku a Indonésii sa pokles výstupu pohyboval medzi 6 – 14 %. Ekonomiky krajín najmenej zasiahnutých finančnou krízou Singapur, Tajvan a Čína zažívali obdobie veľmi nízkeho rastu. Taktiež výdaje spotrebiteľov klesli v dôsledku zvyšovania sa mier nezamestnanosti a poklesu cien majetku. Toto zníženie ekonomickej aktivity v období vypuknutie Ázijskej krízy je možné vidieť v Grafe 3.1 na poklese HDP v roku 1998.

Graf 3.1 Zmena HDP 1991 – 1999 - Ázia



Zdroj: Emerging Stock Markets after the Crisis, John Calverley, Sarah Hewin and Kevin Grice, Amsterdam: SUERF, 2000.

Recesia a s ňou spojené „prasknutie“ cenovej bubliny aktív viedla, rovnako ako v súčasnej dobe pri vypuknutí finančnej krízy v USA, k poklesu úverov v súkromnom sektore. Úverový kolaps sa najviac prejavil v Indonézii, Thajsku a Filipínach, ale tiež postihol Hong Kong a Kóreu. Thajský akciový trh spadol už pred devalváciou v priebehu roka o viac než 70 %.

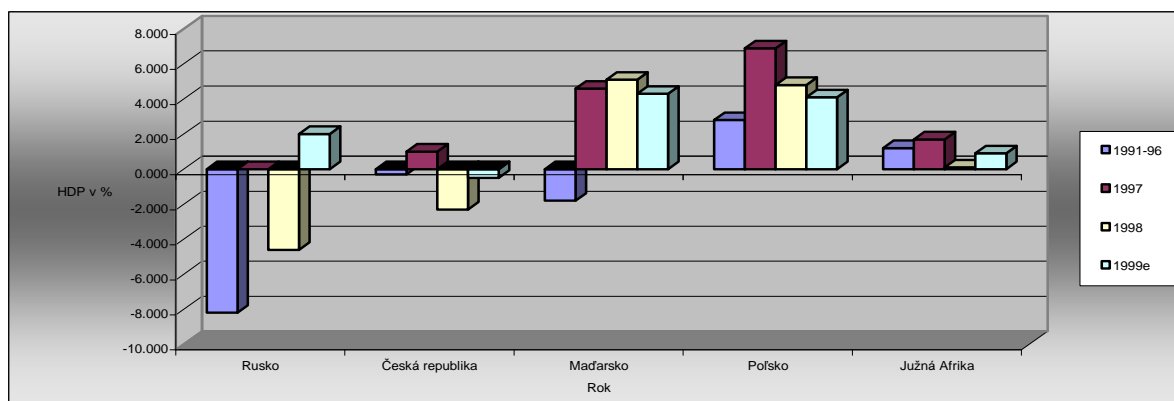
Od druhej polovice roku 1997 a v priebehu roku 1998 sa tieto rozvíjajúce krajiny ocitli pod tlakom. Nákazlivý efekt spôsobil tiež spomalenie meny v Hong Kongu a v Číne a tým sa pozornosť presunula na iné krajiny s fixným menovým kurzom. Kríza dosiahla vrchol v období ruskej devalvácie a vyústila v auguste 1998. Brazílska devalvácia začiatkom roku

1999 bolo považovaná za celkovo poslednú udalosť krízy, hoci jej dopad sa preukázal v menej závažných dôsledkoch než sa očakávalo.

Čo sa týka ruského trhu akcií, bol považovaný za trh s najlepším výkonom v roku 1997, keď index RTS vzrástol z hodnoty 372 na konci roku 1996 na hodnotu 1035 v októbri 1997, kedy dosiahol svoj vrchol. Predpokladalo sa, že Ruská politika sa dostala do tých správnych koľají a že ruské aktíva boli podhodnotené. Ale udalosti v Kórei a Indonézii čiastočne ovplyvnili vývoj na ruskom trhu rovnako ako domáce politické oslabenie. A preto v auguste 1998 s vzrastajúcimi domácimi ako aj externými finančnými problémami, ruské authority opustili výmenný kurz rubľa, prepracovali domáci dlh a oznámili deväťdesiatdňové moratórium na splácanie zahraničného dlhu. V Grafe 3.2 je vidieť, že Rusko v uvedenom časovom období dosahovalo záporné hodnoty HDP s opäť značným poklesom v roku 1998.

Ruská kríza mala významný dopad na finančné trhy vo východnej Európe, ale jej efekt bol pomerne krátkodobý. Najviac z krajín východnej Európy utrpelo Maďarsko ako najviac rozvinutý a najlikvidnejší trh v regióne, hoci k stabilizácii na trhu došlo pomerne rýchlo, už v roku 1999.

Graf 3.2 Zmena HDP 1991 – 1999 – Európa a Južná Afrika

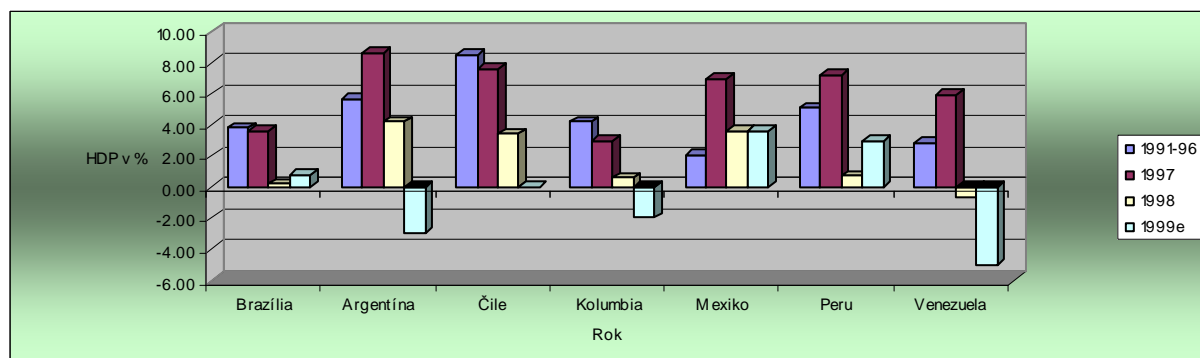


Zdroj: Emerging Stock Markets after the Crisis, John Calverley, Sarah Hewin and Kevin Grice, Amsterdam: SUERF, 2000.

Posledná etapa fináčnej krízy v rozvíjajúcich sa krajinách sa objavila v Latinskej Amerike. Niekoľko národných mien bolo nútených k rýchlej a náhlej devalvácii v roku 1999, vrátane Ekvádorského sucre, Čílskeho a Kolumbijského pesa. Kľúčovým však bola

devalvácia brazílskeho realu. Aj tu podobne ako v rusku sa vláda snažila ochrániť výmenný kurz. Brazílska vláda na rozdiel od ruskej zaviedla plávajúci kurz. Brazílske akcie stratili polovicu svojej hodnoty v priebehu šiestich mesiacov vedúc k floatingu. Následne boli prudko obnovené v podmienkach domácej meny, hoci v dolárovom vyjadrení pokračovali v zaostávaní. Ničmenej dopad brazílskej krízy bol menší než sa očakával a bol akýmsi koncom krízy na rozvíjajúcich sa trhoch. Brazílsky real sa stabilizoval v priebehu troch mesiacov, inflácia poklesla a rovnako úrokové miery rýchlo spadli na nižšiu úroveň. Hoci v porovnaní s Európou ekonomická aktivita krajín Latinskej Ameriky v roku 1999 poklesla a v niektorých dosahovala aj záporné hodnoty, ako znázorňuje Graf 3.3.

Graf 3.3 Zmena HDP 1991 – 1999 – Latinská Amerika



Zdroj: Emerging Stock Markets after the Crisis, John Calverley, Sarah Hewin and Kevin Grice, Amsterdam: SUERF, 2000.

Jedine Thajsko si udržalo kvázi fixný kurz a to okolo 25,5 baht za dolár od roku 1987. Rovnako od roku 1987 zažilo Thajsko veľmi rýchly rast HDP, v priemere 11,6% p. a. v období 1987-1990. V nasledujúcom období bol tento rast ustupujúci. Rast HDP sa pohyboval na úrovni 8-9%. Táto miera rastu sa zdala byť udržateľná v dlhom období, takže objavujúca sa bublina v sektore nehnuteľností nebola úplne rozpoznaná. Inflácia zostala na akceptovateľných piatich percentách. Jasné znaky prehriatia ekonomiky sa objavili počas rokov 1994-95, keď sa deficit bežného účtu zdvojnásobil a presiahol 8% HDP.

Rozpoznajúc problém prehriatia, úrokové miery boli zvýšené, aby spomalili ekonomiku. Ničmenej toto povzbudilo neskorší prílev kapitálu, najmä cez zvýšené požičiavanie. Domáce úrokové miery z úverov cez 13% boli podnetom pre podnikateľské subjekty, aby pre financovanie svojich potrieb používali dolárové pôžičky. Celkový dlh

vzrástol z 43,6 bilióna dolárov v roku 1992 na 82,6 bilióna dolárov roku 1995, ale rozhodujúcim bol krátkodobý dlh, ktorý narástol z 18,9 bilóna dolárov na 41,1 bilióna v rovnakom období. Problém krátkodého dlhu bol v Thajsku rozpoznaný, nie ako v Indonézii. Vláda bola preto schopná podniknúť kroky k stabilizácii, ale úroveň zostala vysoká.

### **3.1.2 Prehodnotenie rizika rozvíjajúcich sa trhov po kríze**

Vážnosť ekonomickej recesie v Ázii a Rusku a rozsah poklesu trhov priniesli prehodnotenie rizika spojeného s rozvíjajúcimi sa trhmi. Medzi najdôležitejší rizikový faktor patrí risk menový. Okrem neho však významný vplyv na investície môžu mať aj iné faktory.

Menový risk, resp. prepád meny bol dominantným faktorom v Ázijskej rovnako ako aj v Ruskej a Brazílskej kríze. Nie je to nový fenomén už Čínska kríza v roku 1981 mala v mnohých ohľadoch podobné znaky. S neočakávaným kolapsom mala devastujúce účinky na súkromný sektor (Kamin, 1999). Rovnako aj Mexická kríza v roku 1994 – 1995 bola spustená práve náhlou devalváciou.

Od Ázijskej krízy investori považovali pevný výmenný kurz za podozrivý, nakoľko na akciových trhoch sú zraniteľní voči poklesu trhu, ak centrálna banka zvýši úrokovú mieru, aby chránila menu. Rovnako sú zraniteľní, ak nasleduje devalvácia, ktorá spúšťa spomalenie ekonomiky a kolaps cien aktív rovnako ako to bolo v Ázii. Ničmenej devalvácia je často považovaná za dobrú správu pre investorov akciových trhov, pretože stimuluje ekonomiku a teda aj výnosy a tiež po čase smie priniesť nižšie úrokové miery. Brazílska skúsenosť bola viac zničujúcejšia pre akcie než ázijská. V podmienkach dolára bol trh vyšší v rámci štyroch mesiacov devalvácie.

Ak chcú krajiny dovoliť voľný kapitálový pohyb, musia si vybrať medzi extrémami. Buď zvolia floating alebo zviažu svoju menu k doláru. Je dosť ťažké byť v strede tohto spektra a snažiť sa udržať fixný výmenný kurz. Úspech menových výborov Hong Kongu a Argentíny a rozhodnutie Ekvádoru zaviazat' sa k doláru podčiarkol dôležitosť dôveryhodnosti, ak je udržiavaný fixý kurz, hoci ak je výmenný kurz príliš vysoký, môže to priniesť veľa problémov. Plávajúci kurz je kurz, ktorý bol prijatý väčšinou krajín v Ázii, v Rusku a Brazílii. Pohyb menových kurzov rozvíjajúcich sa krajín v danom období zobrazuje Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Menový kurz k USD (koniec roka 1996 = 100)

	Koniec 1997	Koniec 1998	Koniec 1999
<b>Ázia</b>			
Indonézia	51	30	33
Kórea	50	70	75
Thajsko	54	70	68
Čína	100	100	100
Hong Kong	100	100	100
India	91	85	82
Malajzia	65	67	67
Filipíny	66	67	65
Singapúr	84	84	84
Tajvan	84	85	88
<b>Latinská Amerika</b>			
Brazília	93	86	58
Argentína	100	100	100
Čile	97	90	80
Kolumbia	78	67	54
Mexiko	97	80	83
Peru	95	83	74
Venezuela	94	85	73
<b>Európa / Afrika</b>			
Rusko	93	27	20
Česká republika	79	91	76
Maďarsko	81	75	64
Poľsko	82	82	69
Južná Afrika	96	80	76

Zdroj: Emerging Stock Markets after the Crisis, John Calverley, Sarah Hewin and Kevin Grice, Amsterdam: SUERF, 2000

Ak je ekonomická politika zdravá a politická stabilita je rozumne zabezpečená, nemusí byť dôležité, ktorý systém bol zvolený. Systém fixného kurzu by mal byť relatívne ľahko udržateľný, zatiaľ čo systém plávajúceho kurzu nebude veľmi kolísavý. V praxi sa oveľa viac krajín prikláňa k používaniu fixného kurzu, aby tým kompenzovali politickú nestabilitu alebo nestále vládne financie, čo je návod pre periodickú nestabilitu. Taktiež svetová ekonomika bude pravdepodobne pokračovať vo vyvolávaní nepredvídateľných šokov, ktoré navrhujú, že niektoré formy floatingu alebo prispôsobiteľného systému smú byť dokonalejšie.

Jedným z efektov ázijskej krízy bola redukcia značnej miery inflácie v mnohých krajinách, čo by malo viesť aj k redukcii rizika z investovania, ak je dosiahnutá nízka inflácia.

Rovnako ako menový risk ázijská kríza zvýraznila niekoľko ďalších rizík ovplyvňujúcich investície na rozvíjajúcich sa trhoch, ako sú:

- nadmerný zahraničný dlh akumulovaný súkromným sektorom,
- nadmerný pákový efekt v podnikovom sektore,
- riziko vzniku bubliny,

- riziko poklesu ekonomickej aktivity,
- oslabenie bankového systému
- a politické riziko.

Skúsenosti z ázijskej krízy zmenili postoj k riziku. Investori sú teraz viac opatrní voči potenciálnemu riziku poklesu na trhoch, riziku fixného alebo kvázi fixného výmenného kurzu, riziku ktoré môžu dokonca utrpieť aj veľmi úspešné krajiny a to dôležitému poklesu ekonomickej aktivity a nakoniec riziku nakazenía.

### **3.2 Súčasná situácia na trhoch rozvíjajúcich sa krajín**

Percentá hospodárskeho rastu v Číne, Indii, juhovýchodnej Ázii, petrodolárových arabských krajinách, Rusku, ale aj v postkomunistickej východnej Európe násobne prekonávajú zvyšovanie HDP v západnej Európe, Japonsku a USA. Rastúce a mocnejšie ekonomiky Číny, Indie, Ruska a tiež viacerých ekonomík Perzského zálivu sa stávajú neprehliadnuteľnými na svetovej scéne.

Znakom, že veci sa v rozvíjajúcich sa krajinách zmenili k lepšiemu, sú medzinárodní investori, ktorí výrazne zvýšili nákupy cenných papierov denominovaných v lokálnych menách. Rastúca internacionalizácia cenných papierov rozvíjajúcich sa trhov odráža dôležité štrukturálne zmeny, ktoré sa uskutočňujú v svetovej ekonomike a na svetových trhoch. Toto zahŕňa vo významnej miere rastúcu integráciu a novú úlohu trhov rozvíjajúcich sa krajín vo svetovej ekonomike ako aj rastúcu informovanosť o finančných trhoch a risk manažmente.

Rozvíjajúce sa krajiny zažili za posledných päť rokov najrýchlejšie obdobie rastu svetovej ekonomiky. Mnoho z nich spravilo našťastie ten správny krok. Značne zlepšili svoj makroekonomický výkon, posilnením monetárnej a rozpočtovej politiky a rozvojom viac komplexnejšieho a stabilnejšieho domáceho finančného trhu. Využili výhodu zo všeobecne priaznivého prostredia, aby sa zabezpečili proti externým šokom.

Podľa výskumu Medzinárodného Inštitútu fondov za posledných 30 – 35 rokov rástli rozvíjajúce sa ekonomiky v priemere trikrát rýchlejšie než ekonomiky rozvinutých krajín, ktoré sa aktívne nepodieľali na svetovej globalizácii. Aj napriek tomu je stále možné nájsť



potenciál rastu na týchto trhoch. Viacmenej rozvoj domáceho trhu dlhopisov zostáva nerovnomerný medzi rozvíjajúcimi sa krajinami. Šesť najväčších trhov: Južná Kórea, Čína, Brazília, India, Mexiko a Turecko, predstavuje okolo sedemdesiat percent domácich investičných príležitostí. A do slovníka globálnych ekonómov a popredných manažérov sa dostal už v roku 2001 výraz „BRIC“. Je to skratka pre Brazíliu, Rusko, Indiu a Čínu, ktoré sa vo svete ekonomiky vynorili ako dovtedy nedotknuté trhy pre investície a rozvojové projekty. Tieto štyri krajiny dnes bezpochyby patria medzi perspektívnych kandidátov investorov.

Aby si rozvíjajúce krajiny udržali tendenciu vzostupu mali by sledovať nasledujúce ukazovatele:

- posilnenie manažmentu verejného dlhu a vytvorenie disciplíny na domácich trhoch,
- posilnenie investorskej základne, zlepšenie regulácie a konzistencie zaobchádzania s inštitúciami, zahraničnými a ostatnými investormi,
- rozvíjanie finančných derivátov, zlepšenie prístupu zahraničných účastníkov k domácim hedgingovým službám. Toto musí byť zosúladené s vhodnou reguláciou trhu derivátov rovnako ako aj s rastúcim dozorom a zlepšujúcim sa manažmentom rizika na firemnej úrovni.
- Prispôsobenie mechanizmu usporiadania, dozoru, obchodovania a doručovacieho svetovým štandardom, tam kde je to potrebné cez regionálne väzby a otváranie možností vstupu pre zahraničných investorov.
- V neposlednom rade je to zameranie na rozvoj a rafinované regionálne riešenia, ktoré môžu priniesť väčšiu efektívnosť a váhu malým kapitálovým trhom.

### **3.3 Globálna analýza rozvíjajúcich sa krajín**

Akcie rozvíjajúcich sa trhov sú rovnako ako akcie rozvinutých krajín ovplyvnené tak globálnymi ako aj domácimi faktormi pôsobiacimi v ekonomike. Globalizáciou sa vplyv svetových ukazovateľov na chod ekonomiky krajiny zväčšuje. Vďaka globálnemu rozvoju sa v rozvíjajúcich krajinách zriadil významný kanál pre ich prienik v práve meniacom sa

ekonomickom prostredí. Toto všetko môže mať dôležitý vplyv na domácu spotrebu, resp. odbyt a investície. Dôležitým cieľom trhov rozvíjajúcich sa krajín v najbližšom období je preto posilnenie ich odolnosti voči poklesu cien akcií. Ich úsilie je momentálne o to väčšie, že po mesiacoch relatívnej odolnosti voči poklesu, začínajú byť aj tieto trhy ovplyvnené finančným nepokojom, ktorý sa v rozvinutých krajinách prejavil už v lete 2007.

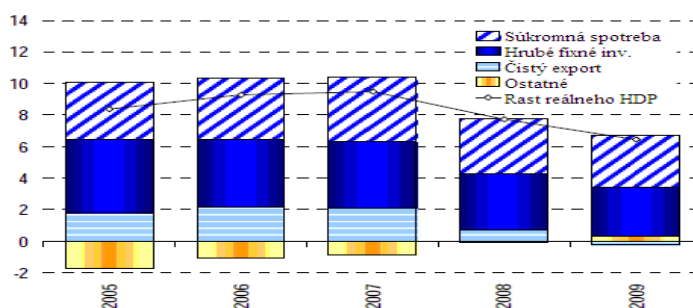
V nasledujúcej časti je popísané ekonomické prostredie rozvíjajúcich sa krajín, ktoré sú rozdelené do troch regiónov. Rozdelenie regiónov zodpovedá geografickému rozdeleniu a je nasledovné:

- Ázia (Čína, India, Hong Kong),
- Blízky východ (Kuvajt, Bahrajn, Saudská Arábia),
- Latinská Amerika a Karibská oblasť (Mexiko, Brazília, Argentína).

### 3.3.1 Globálna analýza – Ázia

Začiatkom roku 2008 sa začal ekonomický cyklus v krajinách rozvíjajúcej sa Ázii obracať. Dovtedy ako je vidieť aj z Grafu 3.4 nebol ekonomický rast v týchto krajinách poznačený vplyvom západných ekonomík, ktoré už prechádzali obdobím poklesu. Tento pokles však možno nie je konečný a jeho ďalšie pokračovanie sa očakáva v blízkej budúcnosti, ako odpoveď na spomalenie dopytu z rozvinutých krajín a rastúceho napätia na regionálnych finančných trhoch.

Graf 3.4 Prínos k rastu HDP (ročná percentuálna zmena k predchádzajúcemu HDP)



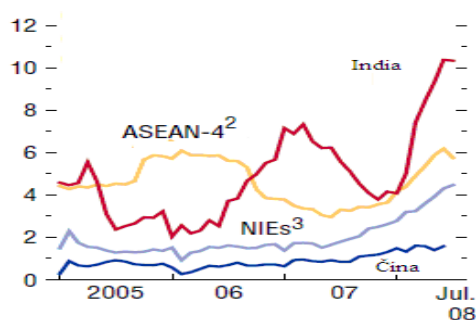
Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Rast v Číne sa ustálil na desať a pol percentách v prvej polovici roku 2008 z 12 % dosiahnutých v roku 2007. Zčasti bol tento pokles výsledkom spomaľujúceho exportu. Dôkazom je aj to, že Čína, zvyknutá na obchodné prebytky s väčšinou svojich obchodných partnerov, sa môže cítiť byť zahanbená Kuvajtom, keďže tento trojmiliónový štátik s územím tretiny Slovenska vykázal v roku 2007 export do Ríše strediu v hodnote 2,3 miliardy dolárov, ale jeho dovoz bol o miliardu nižší. Aj keď predpovede pre vývoj ekonomík jednotlivých krajín boli skôr pesimistické a rátať sa v nich s rôznymi scenármi, čínska aktivita v priebehu roka 2008 pokračovala. Bola podporovaná stabilným rastom investícií a zrýchľujúcou sa spotrebou. V Indii sa rast v druhom štvrtroku 2008 spomalil na približne 8 percent. Na rozdiel od Číny v Indii bolo toto spomalenie sprevádzané práve slabnúcimi investíciami. Oproti tomu súkromná spotreba a rastúci export krajiny si viedli dobre. Ekonomická aktivita začala spomaľovať aj v nových priemyslených ázijských ekonomikách a v krajinách Asociácie juhovýchodných ázijských národov. Aj keď súkromná spotreba si viedla dobre, domáci dopyt sa stal citlivejší, tým ako sa zvyšovali ceny potravín a paliva, čo sa samozrejme prejavilo na spotrebe. Oslabenie dopytu ako aj znižovanie ziskov spoločností viedlo firmy k tomu, aby prehodnotili svoje investičné plány.

Pre tento rok sa rast regiónu odhaduje na 7 percent. Dôvodom bude slabnúci dopyt ako aj zmierňujúce sa investície, najmä v dôsledku zhoršujúceho sa výhľadu exportu. Spotreba sa tiež bude znižovať v dôsledku vysokých cien potravín a paliva, hoci dotácie, ktoré sú bežné pre región, môžu stlmiť dopad na kúpnu silu. Je možné, že domáci dopyt sa môže stať aj viac pružným s padajúcimi cenami komodít poskytujúcimi podporu skutočným príjmom.

V mnohých krajinách na pozadí rastu cien potravín a paliva stúpila v prvom polroku 2008 aj CPI inflácia. Hoci toto zvyšovanie cien môže pokračovať, aby sa v nasledujúcich mesiacoch znižovali a rast bude zmierňovať tempo. Očakáva sa tiež, že v najbližšej dobe zostane inflácia na tejto zvýšenej úrovni (Graf 3.5)

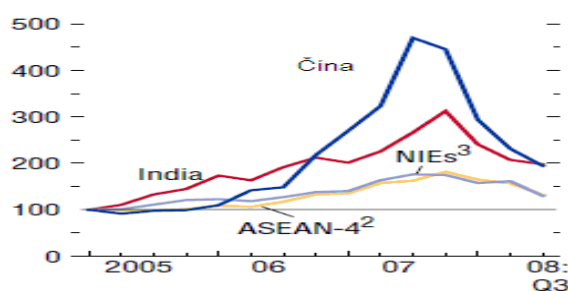
Graf 3.5 Jadrová inflácia (percentuálna zmena k predchádzajúcemu roku)



Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Nielen ekonomická aktivita oslabovala, ale zároveň s ňou zaznamenali pokles za posledné mesiace aj finančné trhy, ktoré sú úzko prepojené s dosiahnutými ukazovateľmi hospodárenia ekonomiky. Pokles na finančných trhoch bol dôsledkom zväčujúceho sa znepokojenia ohľadom predpovedí budúceho vývoja, ale zároveň sa začala strácať aj chuť investorov riskovať, čo z časti v súviselo s udalosťami na svetových trhoch, ktoré sa udiali v septembri 2007. Akciové trhy, ktoré zaznamenávali v rokoch 2005 až 2007 najväčší rast, keď ceny akcií v Číne boli viac než štvornásobné a v Indii trojnásobné, poklesli v tomto období najviac (Graf 3.6).

Graf 3.6 Ceny akcií (2005 - 1. kvartál = 100)



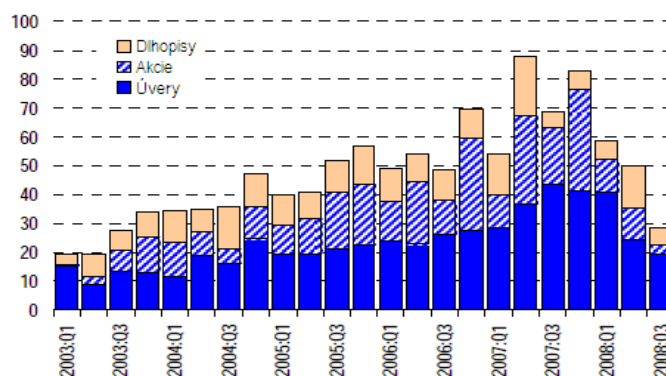
Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Pokles cien aktív bol spôsobený prudkým čistým predajom prevažne vedeným cudzincami, ale v niektorých prípadoch ako napríklad Číne, tiež rezidentmi. Aj napriek tomu, že spoločnosti v Ázii v značnej miere obrátili svoju pozornosť na alternatívne financovanie

prostredníctvom samurajského dlhopisového trhu v Japonsku a na Malajzijský ringgit trh, po tom ako boli dolárové a eurové dlhopisové trhy postihnuté finančnou krízou, musia byť opatrné, pretože rovnako ako trhy vyspelých krajín aj tieto budú postihnuté krízou medzi hlavnými globálnymi bankami, ktoré slúžia ako zaistovatelia.

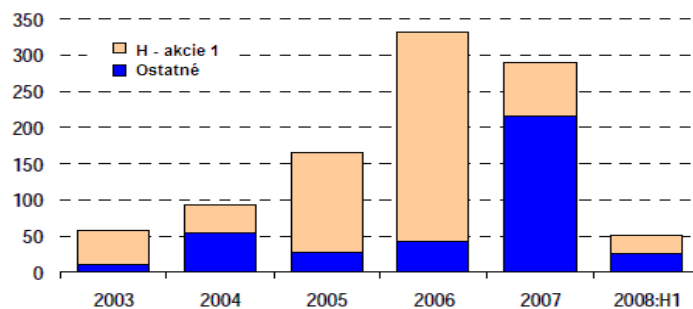
Toto smerovanie trhov naznačuje aj situácia na dlhopisovom trhu, ktorá nebola v poslednom období priaznivá. Súkromné externé financovanie v rozvíjajúcich sa krajinách Ázie prostredníctvom dlhopisov, akcií a úverov bolo tento rok na ústupe. Celkovo dosiahlo 137 mld. USD za prvé tri kvartály roku 2008, zatiaľ čo v rovnakom období v roku 2007 to bolo 211 mld. USD (Graf 3.7). Navyše aj domáci IPO trh, trh prvej verejnej emisie kmeňových akcií, ako napríklad Hong Kong SAR zaznamenal kolaps (Graf 3.8).

Graf 3.7 Ázijské externé financovanie (mld. USD)



Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Graf 3.8 Hong Kong SAR – akciový trh IPO

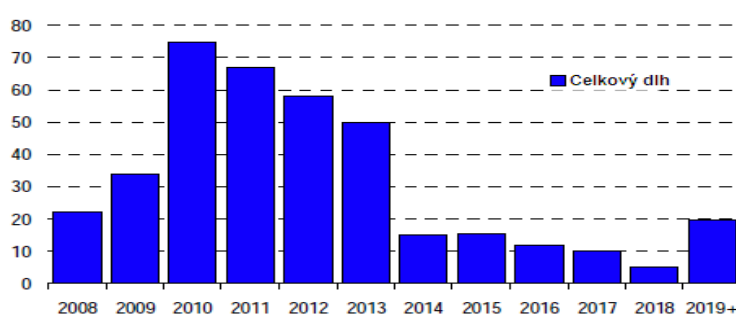


<sup>1</sup> Akcie spoločností kótovaných na Hong Kong Stock Exchange

Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Dôvodom je, že tým ako sa financovanie stalo viac zložitejším ázijské spoločnosti odložili vydávanie dlhopisov a na refinancovanie začali využívať skôr krátkodobé finančné prostriedky alebo sa obrátili na lokálne banky. Ak však bude súčasný trend pokračovať, spoločnosti budú pravdepodobne nútené postaviť sa tvárou v tvár podrobnejšiemu skúmaniu svojich možností refinancovať vlastné obligácie čiastočne počas rokov 2010 až 2012, kedy sa očakáva, že viac ako polovica dlhopisov zaznamená pokles hodnoty (Graf 3.9). Krajiny so značným krátkodobým externým dlhom budú musieť tiež čeliť ťažkostiam v refinancovaní.

Graf 3.9 Hodnota dospievajúceho dlhu (mld. USD)



Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC, 2008.

Hoci je Ázia väčšinovým vlastníkom amerických vládne sponzorovaných dlhopisových spoločností, väčšina z nich je držaná ako oficiálne rezervy komerčnými bankami vlastniami len ich limitované množstvo. Finančné inštitúcie v Číne, Japonsku, Kórei, Tajvane a Singapore vykázali stratu zo svojich zahraničných portfólií, ale tieto straty boli d'aleko menšie než tie ktoré zaznamenali ich kapitálové a operačné príjmy.

Pozerajúc sa dopredu finančné podmienky budú čím ďalej prísnejšie a budú tlačiť spoločnosti a domácnosti, aby sa viac spoliehali na lokálne a domáce banky v oblasti financovania. Preto silnie závislosť na zdraví a spoľahlivosti domáceho bankového prostredia, aby bolo schopné plniť túto funkciu. Čo sa týka rizika kľúčovým bude pre Áziu jej nestály kapitálový príliv, prísnejšie externé financovanie a ničivý prepád na domácom trhu, ktorý môže viesť k prudkému úverovému stlačeniu a pomalšiemu rastu.

Svetová finančná kríza však priniesla pre ázijské finančné inštitúcie aj určité výhody. Mnohé z nich využili príležitosť rozšíriť svoje zámorské investície a obchody. S ich relatívne

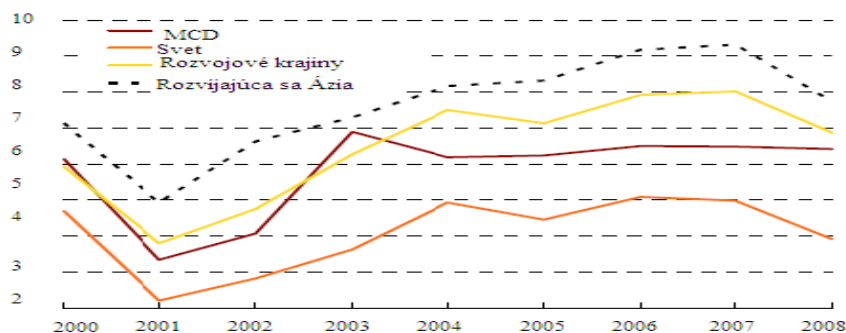
silnou kapitálovou pozíciou sa ázijské finančné inštitúcie aktívne podieľali na zvýšení kapitálu svojich európskych a amerických náprotivkov. Od polovice roku 2007 celková kapitálová injekcia z Ázie dosiahla takmer 57 mld. amerických dolárov, reprezentujúc tak takmer 15 % celkového kapitálu zvýšeného európskymi a americkými inštitúciami. Ázijské suverénne fondy, predovšetkým tie z Číny a Singapuru spočiatku viedli, ale v súčasnosti sa k nim pripojili aj veľké japonské banky a spoločnosti s cennými papiermi.

### 3.3.2 Globálna analýza – Blízky východ a stredná Ázia (MCD)

Región Blízkeho východu a strednej Ázie pokračoval aj v roku 2008 v silnom raste, vykazujúc rast deviaty rok za sebou (Graf 3.10). Vysoké ceny komodít, silný domáci dopyt a spoľahlivosť politického systému podporili očakávaný reálny rast HDP 6,5%. Aj keď rast tohto regiónu je v porovnaní s rozvinutými krajinami a rozvíjajúcou sa Áziou menší, zachoval si tento región odstup od všetkých udalostí týkajúcich sa medzinárodnej finančnej krízy a poklesu v rozvinutých ekonomikách.

Rozdielny dopad finančnej krízy na regionálne finančné trhy spôsobil, že väčšina akciových trhov sa od vrcholov dosiahnutých v roku 2007 a začiatkom roku 2008 prepadla na nižšie hodnoty. Naopak domáce dlhopisové trhy zostali vo väčšine krajín stabilné. Taktiež bankový sektor v regióne zostal vo všeobecnosti pokojný, pokračujúc v zlepšovaní opatrnostných indikátorov a posilňovaní bankového dohľadu, i keď v niektorých krajinách sa objavili inflačné tlaky.

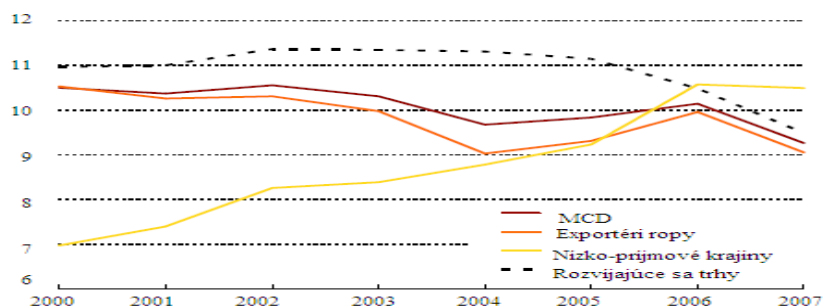
Graf 3.10 Celkový rast reálneho HDP (ročná zmena v %)



Zdroj: International Monetary Fund, *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.

Nezamestnanosť v mnohých krajinách regiónu zostala vysoká v dôsledku rýchlo expandujúcej pracovnej sily (Graf 3.11). Na základe dostupných údajov pre asi polovicu krajín regiónu Blízkeho východu a strednej Ázie, nezamestnanosť klesá veľmi pomaly, keď z hodnoty 9,75 % v roku 2004 klesla do roku 2007 len na úroveň 9,15 %.

Graf 3.11 Miera nezamestnanosti

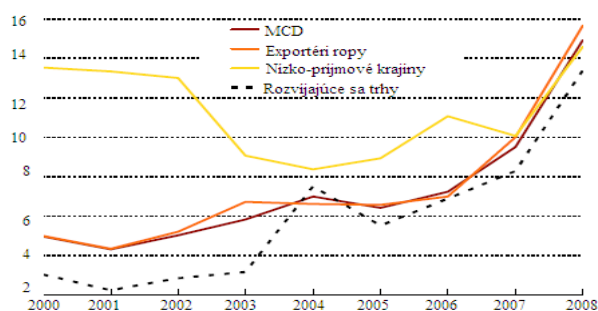


Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.

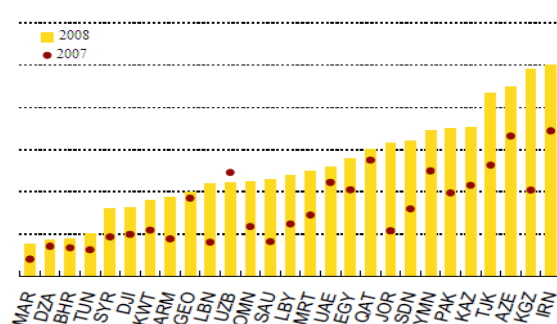
Inflácia sa v krajinách MCD objavila ako kľúčová záležitosť. Nachádza sa ďaleko nad priemerom všetkých rozvíjajúcich sa a rozvojových krajín. Hlavný zdroj inflačných tlakov je v jednotlivých krajinách rôzny, ale vo všeobecnosti pramení z nárastu cien potravín a palív, ktoré značne ovplyvnili nízkopríjmové a rozvíjajúce sa krajiny. V niektorých krajinách bola inflácia pre rok 2008 odhadovaná v dvojmiestných hodnotách, ako je vidieť v Grafe 3.12.

Graf 3.12 Inflácia spotrebiteľských cien (priemerná ročná zmena v %)

#### a) Zoskupenia krajín



#### b) Jednotlivé krajiny

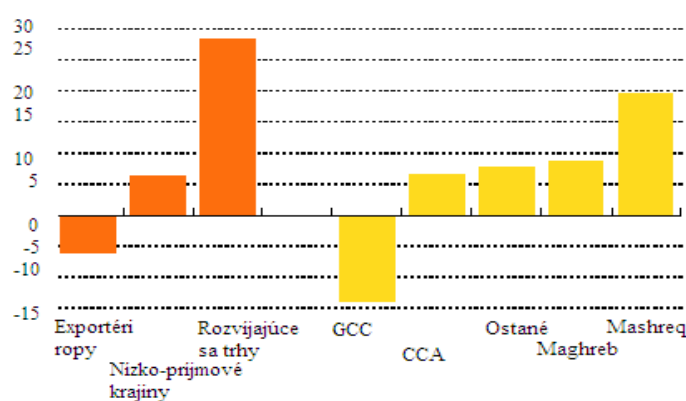


Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.



Stabilný rast cien ropy od roku 2003 prispel k nárastu hrubých zahraničných investícií do regiónu. Mnoho z týchto prílevov kapitálu je medziregionálnych, prameniacych z krajín Golfského zálivu (GCC) a odrážajúcich investovanie príjmov z ropy v zahraničí. Negatívny čistý prílev priamych zahraničných investícií do krajín vyvážajúcich ropu (Graf 3.13) naznačuje, že tieto krajiny investujú časť svojích príjmov z ropy v zahraničí.

Graf 3.13 Čisté priame zahraničné investície v roku 2008 (v mild. USD)



Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.

Taktiež sa očakáva, že vládne peniaze, poháňané exportermi ropy v regióne MCD značne porastú rovnako ako aj peňažné agregáty, nasledujúc všeobecne akomodačné monetárne stanoviská. Toto zrýchlenie odráža predovšetkým ťažkosti s upevnením menovej politiky, ktorá je viazaná relatívnou neohybnosťou väčšiny mien krajín MCD voči americkému doláru.

Z tohto hľadiska prichádza spoločná mena krajín GCC v pravý čas. Hoci je koncipovaná v znamení odpútavania sa regiónu od dolára, jej skupinový význam sa zaskvie pri formovaní spoločných postupov GCC voči nastupujúcim veľkým hráčom globálnej ekonomiky. Členovia menovej únie GCC budú menej zraniteľní a ťažšie manipulovateľní drakmi či slonmi vstupujúcimi do perzskozálivového porcelánu svetovej ekonomiky. Menová únia GCC tak napokon zodpovedá i záujmom Spojených štátov a EÚ. Príslušnú dohodu prijali na 29. summite GCC, ktorý sa uskutočnil koncom 29. až 30. decembra v Maskate. Saudská Arábia, Kuvajt, Omán, Bahrajn, Spojené Arabské Emiráty a Katar sa usilujú o hospodársku

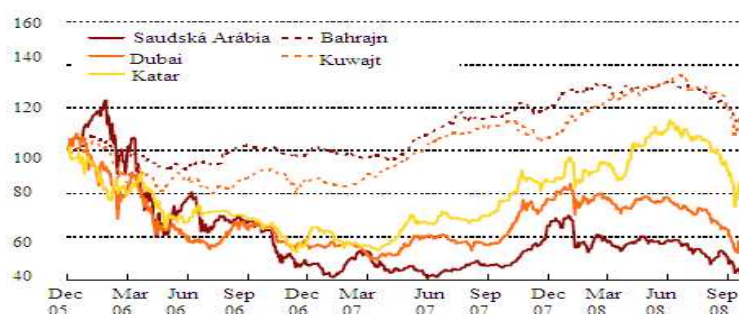
diverzifikáciu a viazanosťou skupiny na dolár pretrváva jej závislosť od rozhodnutí americkej centrálnej banky Fed.

V šiestici GCC vyčnieva Saudská Arábia, ktorá má triapolkrát väčší HDP ako Spojené arabské emiráty. Výkonnostný pomer medzi ňou a najslabším Bahrajnom je 37 ku jednej.

Krátkodobý výhľad pre región MCD je vo všeobecnosti priaznivý. Odhad spomalenia reálneho HDP je na 6 percent v roku 2009. Pre ropných exportérov by malo zvýšenie produkcie kompenzovať umiernenie aktivít v neropných sektoroch v rokoch 2008 – 2009. Zatiaľ čo rast v nízkopríjmových krajinách by mal rásť ako ceny komodít, t.j. miernejšie, rast v rozvíjajúcich sa krajinách bude mierny v dôsledku opačného účinku spomalenia. Inflácia by sa mala postupne ukládať v dôsledku zprísnenia makroekonomickej politiky a stlmenia cien komodít. Externá a fiškálna pozícia by mala zostať silná, vedená predovšetkým veľkým pokračujúcim prebytkom krajín exportujúcich ropu.

Väčšina akciových trhov v regióne sa pohybuje na nízkej úrovni. Niektoré v porovnaní s hodnotami dosiahnutými koncom roku 2007 a začiatkom 2008 podstatne poklesli. Medzi exportérmi ropy zažili tento rok prudký pokles jednotlivo akciové trhy krajín GCC (Graf 3.14), s investorskou dôverou ovplyvnenou celkovým rozvojom, infláciou a záujmom o trh nehnuteľností (Dubai a Saudská Arábia). V rozvíjajúcich sa krajinách je obraz finančných trhov trochu zmiešaný, keďže niektoré krajiny so silnými ekonomickými základmi (Tunisko) si zachovali odolnosť voči svetovej finančnej kríze, zatiaľ čo iné (Egypt) zažili významný prepád na ich akciových trhoch.

Graf 3.14 Vybrané akciové indexy (31. december 2005 = 100)



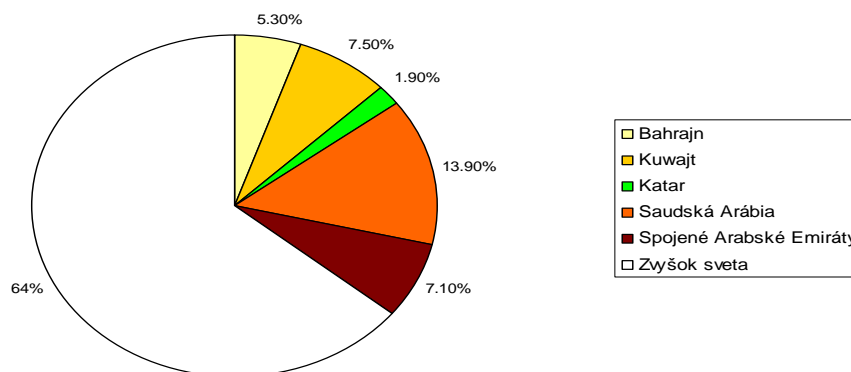
Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.

Domáci trh s dlhopismi zostal relatívne stabilný vo väčšine krajín. Ničmenej v Libanone aukcie s pokladničnými poukážkami sústavne nepostačovali na pokrytie dopytu a záujmu o ne, keď ponuka bola nižšia a to vo svetle veľkých prílivov kapitálu, zatiaľ čo v Egypte úrokové miery na pokladničné poukážky vyskočili v roku 2008 čiastočne v dôsledku vyňatia oslobodenia úrokového príjmu z pokladničných poukážok. V Kazachstane sa rozpätie úverových swapov v oboch prípadoch, sovereign a bankových rozšírilo viditeľne, po tom čo bolo externé financovanie zostra obmedzené.

So silnými ekonomickými základmi a malým ohrozením zo strany amerického úverového trhu, zostal bankový sektor v regióne všeobecne zdravý. Niekoľko krajín sa taktiež objavilo v pozícií dôležitých regionálnych finančných centier. V súvislosti s udalosťami na svetovom finančnom trhu sa stúpajúcou mierou zvyšuje ich celková dôležitosť. Viac ako 400 takýchto finančných inštitúcií operuje z Bahrajnu, zatiaľ čo v roku 2001 ich bolo 170, a z toho 149 je bánk s celkovými aktívami okolo 190 miliard USD. Dubajské medzinárodné finančné centrum (DIFC) registrovalo 320 spoločností, z ktorých viac ako polovica sú finančné a doplnkové služby. Dubajská medzinárodná finančná burza (DIFX) s tržnou kapitalizáciou 40 miliard USD je medzinárodná burza umiestnená v DIFC a regulovaná Dubajskou finančnou autoritou. Finančná autorita Kataru (QFC) licencovala 78 spoločností, z ktorých približne dve tretiny pôsobia vo finančných službách. V marci 2008 index globálneho finančného centra (GFCI), ktorý zostavuje poradie finančných centier na základe merítka externých dát a aktuálneho vnímania súťaživosti zaradil DIFC, Bahrain a QFC na 24, 39 a 47 miesto spomedzi 66 centier, zdôrazňujúc ich úlohu objavujúcich sa finančných centier. Schopnosť týchto centier pokračovať v raste ich dôležitosti bude závisieť od ich zlepšujúcej sa súťaživosti a to predovšetkým vo finančnej infraštruktúre. Finančné centrá môžu podporiť aj pulzujúci trh islamských produktov. V roku 2007 región GCC spravoval 36 percent celkových sharia aktív, ktoré sú odhadované na 500 miliard USD ( Graf 3.15). DIFC už založilo silné postavenie na tomto trhu s hodnotou 16 miliard USD kótovaných v DIFX. Bahrajn zohral priekopnícku úlohu v islamskom bankovníctve, keď ako prvá krajina rozvinul a vydal Sukuk (islamské dlhopisy) ako aj implementoval regulačný rámec pre islamské banky, islamské poisťovne ako aj zaistenie. Centrálna Banka Bahrajnu teraz pustila do dosiahnutia likvidity islamských Sukuk inštrumentov, ktoré umožnia finančným inštitúciám , tak tradičným ako aj islamským, dosiahnuť krátkodobú likviditu voči prenajímaniu islamských dlhopisov vládou Bahrajnu. Rozvíjaním štandardizovaných, sofistikovaných

a likvidných islamských produktov, môžu krajiny GCC založiť konkurenčnú výhodu v tejto oblasti.

Graf 3.15 Geografické rozdelenie Sharia – prístupných aktív (500 mild. USD), 2007

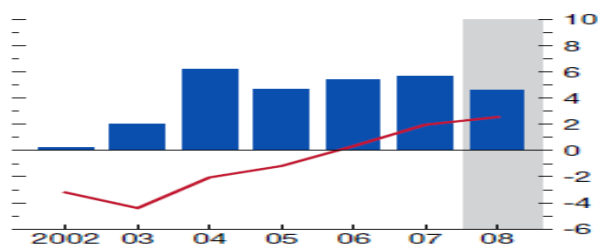


Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, 2008.

### 3.3.3 Globálna analýza - Latinská Amerika a Karibská oblasť

Región Latinskej Ameriky a Karibiku po piatich rokoch pozoruhodného rastu, ktorý bol dosiahnutý v tandeme s posilneným bilančným účtom vo všetkých sektoroch, zaznamenal minulý rok pokles ako odpoveď na situáciu vyvolanú finančnou krízou na svetových finančných trhoch. Reálny rast dosiahol v priemere 5 % od roku 2003 (Graf 3.16), čo bol vynikajúci výsledok v porovnaní s dlhodobým rastom 3,5 % v rokoch 1970 až 2000. Medzitým poklesla aj inflácia na svoje tridsaťsedemročné minimum, keď sa pohybovala niečo nad piatimi percenta do konca roka 2006. Tieto výsledky boli dosiahnuté aj vďaka dôležitým prínosom spoľahlivosti finančnej a monetárnej štruktúry. Kľúčovú úlohu počas tohto obdobia zohralo aj zvýšenie v cenách komodít, predovšetkým ich prudký rast od roku 2005.

Graf 3.16 Rast HDP a rozdiel výstupu (v %)

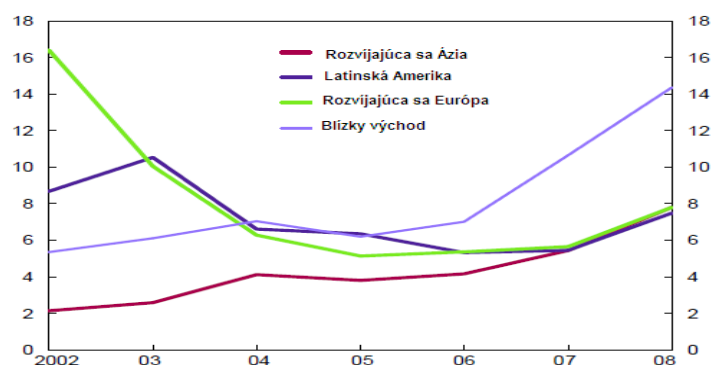


Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook : Western Hemisphere*, 2008.

V porovnaní s očakávaniami v dôsledku finančnej krízy na svetových trhoch sa rast oboch spomínaných indikátorov, HDP aj inflácie v prvej polovici roku 2008, zachoval vyšší než sa predvíдало. HDP rast v prvej polovici roka dosiahol v priemere 5,25 % odrážajúc skôr postupné než plánované spomalenie v externom dopyte a silnejšie ceny komodít než sa očakávalo. Silný rast reflektoval pokračovanie trendu, pomocou ktorého boli čistý exportéri komodít podporovaní rastom komoditných cien. Posilnenie cien komodít podporilo aj príjmy domácností a ich spotrebu a vytvorilo tak podmienky pre vznik domáceho financovania nových investícií a tiež značne pritiahlo priame zahraničné investície.

Do konca prvého polroka 2008 bolo významnou záležitosťou prehriate ekonomiky, ako domáci dopyt silnel v kombinácii s ponukovými šokmi, vrátane cien komodít, potlačil infláciu smerom nahor v celom regióne. Teda ani región Latinskej Ameriky a Karibiku sa nevyhol jej rastu, rovnako ako ostatné rozvíjajúce sa regióny (Graf 3.17).

Graf 3.17 Výška inflácie (v %)



Zdroj: International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook : Western Hemisphere*, 2008.

Zhoršujúce sa podmienky na svetových finančných trhoch viac a viac zastierajú regionálne vyhliadky pre ďalšie obdobie. Výsledkom sú prísnejšie finančné podmienky pre tento región, ktoré pramenia aj z rastúceho rizika na trhoch svetových náprotivkov regiónu. Vo väčšine krajín sa na financovaní dôležitých tržných sektorov prejavila kríza dolára a lokálnych mien. Taktiež v mnohých prípadoch sa zvýšili aj náklady financovania pre malé a stredné banky. Uvedené zmeny sú sprevádzané poklesom v úverovom raste vo väčšine krajín.

Čo sa týka trhu akcií, ten bol v posledných mesiacoch dramaticky rozpredaný zvýšením nákladov kapitálu (3.18).

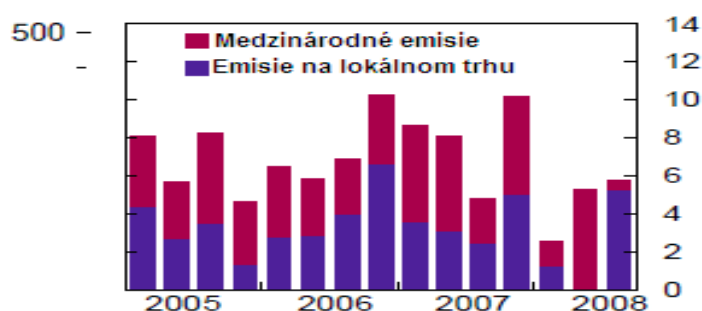
Graf 3.18 Ceny akcií (Index 2. január 2007 = 100)



Zdroj: International Monetary Fund. Regional Economic Outlook : Western Hemisphere, 2008.

Na trhu dlhopisov tiež prudko ráslo úrokové rozpätie externých firemných dlhopisov, vrátane septembra. Medzitým sa celkovo vydávanie firemných dlhopisov spomalilo (Graf 3.19) a toto spomalenie bude mať nepriaznivý účinok na investície a rast v najbližšom období.

Graf 3.19 Emisie súkromných dlhopisov (v mld. USD)



Zdroj: International Monetary Fund. Regional Economic Outlook : Western Hemisphere, 2008.

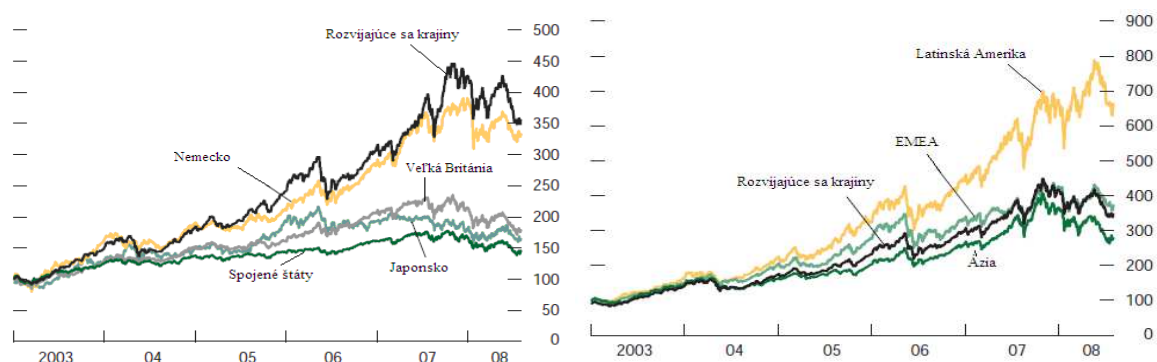
Svetová finančná kríza ako už bolo spomínané vyššie sa odrazila aj na vývoji menových kurzov krajín, kedy počas tohto obdobia boli skôr nestabilné a v mnohých prípadoch od októbra prudko oslabili. Toto znehodnotenie odráža čiastočne stratu prístupu k zahraničným úverovým linkám, odliv časti kapitálu späť do krajiny pôvodu a aj dopad nižších cien pre hlavných exportérov komodít regiónu.

Slabé stránky, resp. riziko vyhliadky pre tento región je prevažne spojené s externým rozvojom. Hlbší pokles v svetovom raste by mohol spustiť prudký pokles v cenách komodít zatiaľ čo podmienky externého financovania, ktorým Latinská Amerika čelí by mohli pokračovať v sprísňovaní. Takýto scenár by mohol spôsobiť, že rast v regióne by sa spomalil oveľa viac než sa očakáva a hoci nflácia by sa mohla podstatne zmierniť, viedlo by to k zhoršeniu externej pozície regiónu.

### 3.4 Ukazovatele finančného trhu v rozvíjajúcich sa krajinách

Po období bezvýrazného rastu, začínajúc rokom 2003, nabrali ceny na finančných trhoch rozvíjajúcich sa krajín vzostupnú tendenciu, čo potvrdzuje aj Graf 3.20, z ktorého je jasne vidieť, že tieto indexy jednoznačne vedú pred indexmi rozvinutých krajín a z uvedeného je teda možné dedukovať, že indexy rozvíjajúcich sa krajín rastú rýchlejšie v porovnaní s vyspelými krajinami.

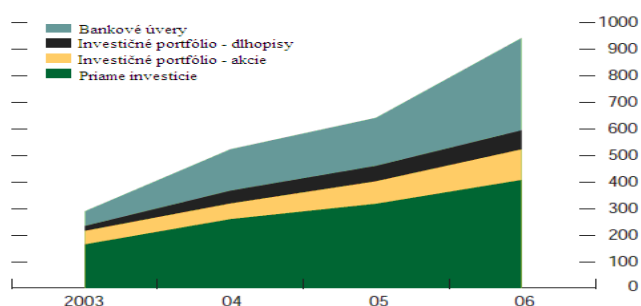
Graf 3.20 Indexy akciových trhov



Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.

Tento rozvoj je úzko spojený s rastom prílivu kapitálu, zloženie zachytáva Graf 3.21, na rozvíjajúce sa trhy ako sprievodného javu, ktorý v čistom vyjadrení často zakrýva vysokú úroveň hrubého prílivu kapitálu kvôli rastúcej významnosti rozvíjajúcich sa trhov v zahraničných investíciách, ako je vidieť v Grafe 3.22.

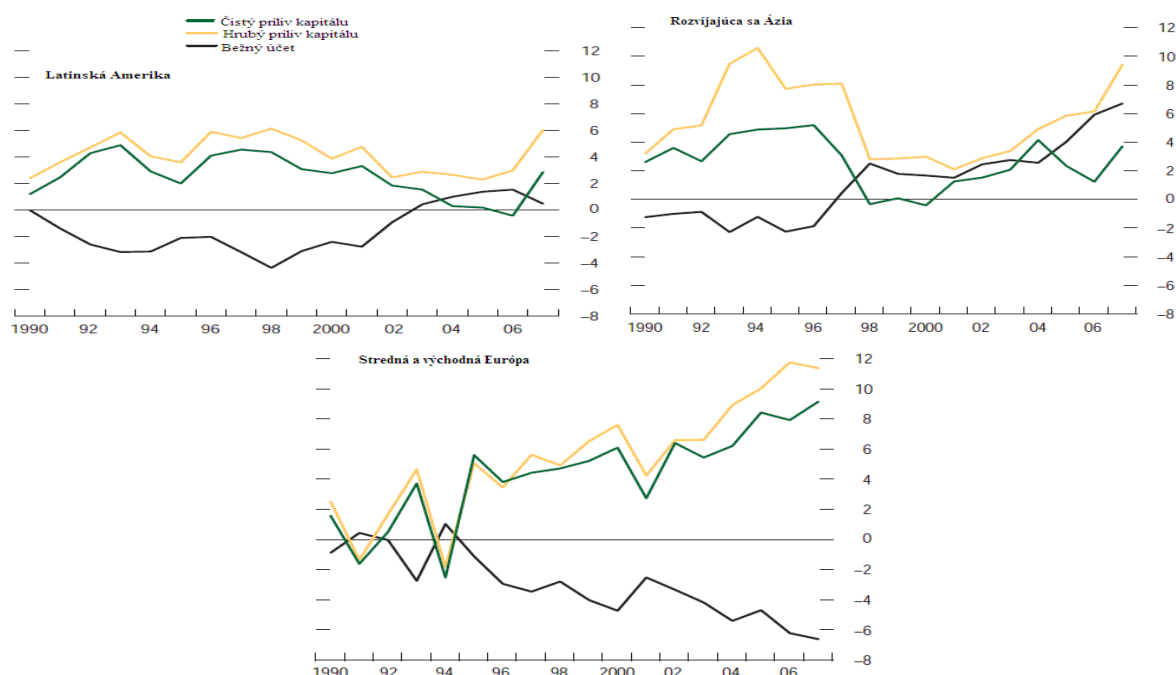
Graf 3.21 Zloženie prílevu kapitálu do krajín rozvíjajúcich sa ekonomík



Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.



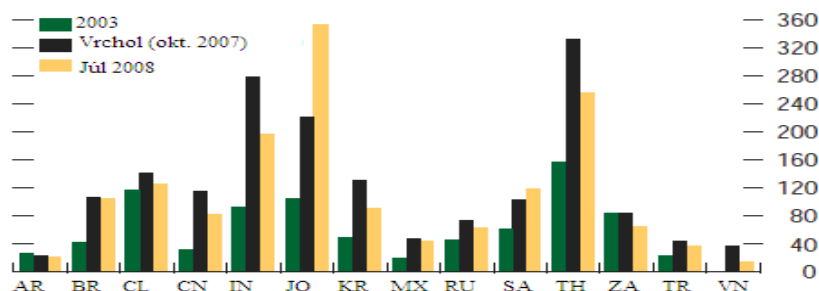
Graf 3.22 Bežný účet a kapitálový príliv z globálnej perspektívy (v % z HDP)



Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.

Z hľadiska vypovedacej schopnosti o situácii na finančných trhoch v jednotlivých krajinách je dôležitým ukazovateľom trhová kapitalizácia kótovaných akcií. Vo väčšine rozvíjajúcich sa trhov sa tento pomer kapitalizácie akciových trhov k HDP približuje k hodnotám vyspelých ekonomík. I keď nie je možné s istotou tvrdiť, že pomer je udržateľný vo všetkých prípadoch (Graf 3.23).

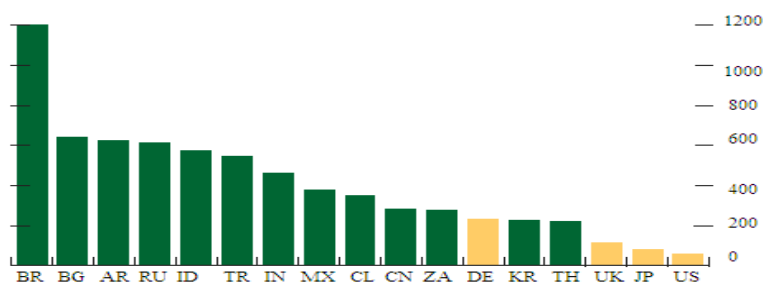
Graf 3.23 Kapitalizácia akciového trhu (v % z HDP)



Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.

Za povšimnutie stojí aj fakt, že v mnohých rozvíjajúcich sa ekonomikách návratnosť finančných trhov zrýchlila svoje tempo. V Grafe 3.24 je vidieť, že v porovnaní s vyspelými ekonomikami je návratnosť kapitálu v rozvíjajúcich sa krajinách oveľa vyššia.

3.24 Návratnosť celkového tržného kapitálu (Janurár 2003 – Júl 2008 v %)



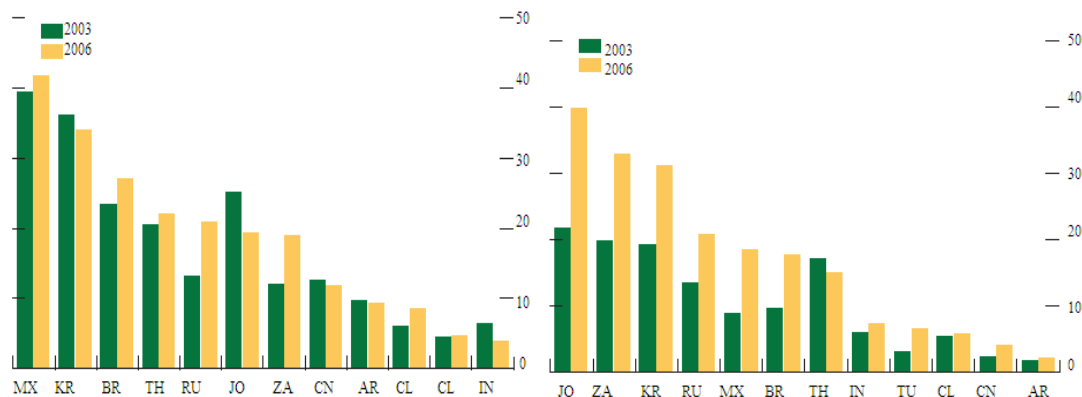
Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.

Od roku 2003 došlo aj k rastu zahraničného vlastníctva na rozvíjajúcich sa trhoch. I keď tento rast nebol vždy nevyhnutne v proporcii s celkovou hodnotou majetku (Graf 3.25). Naviac v tomto období potlačením faktorov ako celková likvidita a vyhľadávanie výnosu rastúcimi nerezidentnými vlastníkmi, môže prinajmenšom čiastočne prispieť k diverzifikácii medzinárodnej investorskej základne a k otvoreniu a dozretiu finančných trhov rozvíjajúcich sa krajín. Hoci v princípe, vyššia proporcia zahraničných vlastníkov môže zvýšiť citlivosť cien na trhoch rozvíjajúcich sa krajín v celosvetovom prostredí, i keď prítomnosť zahraničných investorov sa nezdá byť spojená s vyššími stratami od dosiahnutia vrcholu v októbri 2007.

Graf 3.25 Celková zahraničná zásoba aktív

a) v percentách celkových aktív

b) v percentách k HDP



Zdroj: International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*, 2008.

Príloha č. 3 porovnáva súčasný čiastočný obrat cien na finančných trhoch oproti predchádzajúcemu cyklu pre osem rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré zažili vysoký rast cien a nasledujúci neočakávaný pokles v rámci krízy v deväťdesiatych rokoch. Týchto osem krajín a tieto udalosti, ktoré boli opísané aj v podkapitole 3.1, sú tiež porovnateľné s udalosťami na akciových trhoch v rozvinutých krajinách v nedávnom období, keď tieto poklesli ku koncu augusta 2008.

### 3.5 Výhľad pre rozvíjajúce sa krajiny v najbližších rokoch

To kedy sa aktivita na svetových kapitálových trhoch rozvinutých krajín obnoví závisí od troch kritických neistôt. Jednou z nich je vyhliadka pre americkú a setovú ekonomiku, ďalej je to rýchlosť obnovy na úverových trhoch a v neposlednom rade správanie sa investorov a regulátorov.

Podľa niekoľkých indikátorov v blízkej budúcnosti, však ako víťazi z momentálnej situácie vyjdú pravdepodobne rozvíjajúce sa trhy. Ich makroekonomické prostredie zostáva vnútorne porovnateľné s rozvinutými krajinami a to aj napriek tomu, že sa hovorí, že kompletne zrušenie väzieb ich ekonomík od ekonomiky v Spojených štátoch a západných

ekonomík by bolo predčasné. Hoci aj keby obchodný prílev západu utrpel, regionálne prílivy, špeciálne v rámci Ázie a medzi ňou a Blízkym východom a systém založený na ochranu investičných programov bude pokračovať v podopieraní rastu. Po druhé nový druh svetových hráčov na finančných trhoch, v krajinách ako sú Čína, India, či Spojené Arabské Emiráty, momentálne dopytujú druh sofistikovaných bankovo-investičných služieb, skôr vyčlenených pre veľké západné medzinárodné monopoly. Tieto nové skupiny preto reprezentujú vzrastajúcu atraktívnosť poplatkového spájania.

Na strane ponuky, budú svetové trhy rozvíjajúcich sa krajín pokračovať v rozvoji. Z časti ich rast reflektuje medziregionálnu súťaživosť, ktorú je možné vidieť v poháňaní rozvíjania finančných centier na strednom východe a vo vládne sponzorovanom programe vydávania dlhopisov. V rovnakom čase svetové investičné banky presmerúvajú svoje zdroje, tak ľudské ako aj kapitálové smerom k rozvíjajúcim sa trhom, v ktorých vidia nový zdroj príjmov, aby kompenzovali stratové obdobie na domácich trhoch.

V prípade relatívne priaznivého výsledku pre globálne kapitálové trhy, s jednoročným poklesom a s pokračujúcim rastom v roku 2009, sa predpokladá, že príjmy z investičného bankovníctva v rozvíjajúcich sa krajinách vzrastú o 16 % ročne do roku 2010, kedy sa očakáva, že budú generovať 28 percent z celkového svetového príjmu. Pri tomto scenári stabilného zotavenie bude Ázia pokračovať v súčasnom dravom tempe.

Čo pravdepodobne v najbližších rokoch skutočne odlíši rozvíjajúce sa krajiny a krajiny rozvinuté bude rozdielny dopad finančnej krízy. Rozvíjajúce sa trhy po tom všetkom nezaznamenajú taký veľký prepád ako ich západný náprotivok.

V priebehu nasledujúcich rokov sa tiež očakáva, že celkový príjem bank v Ázii, vynímajúc Japonsko, sa zdvojnásobí podľa mierného scenára a v dlhšom časovom období vzrastie o viac ako 60 percent. Ťahúni budú zahŕňať veľký ekonomický rast, ktorý bude zahŕňať tak rast akcií ako aj rast obratu s finančnými nástrojmi a následnú dereguláciu na lokálnych trhoch. Rozvíjajúce sa ázijské krajiny sa budú viacmenej začleňovať do globálnych finančných trhov a stanú sa cieľom pre finančných hráčov, keďže rastúce množstvo ázijských krajín expanduje medzinárodne. Tieto krajiny sa tak stanú novým zdrojom investícií, fondov a bankových aktivít.

## 4 Analýza investičných príležitostí

V tejto kapitole bude uvedený možný postup pri výbere portfólia akcií z akciových trhov rozvíjajúcich sa krajín a na základe Markowitzovho modelu budú zostavné portfólia akcií. V jednotlivých častiach podkapitoli 3.1 sú uvedené burzové indexy pre vybrané krajiny z daných regiónov rozvíjajúcich sa krajín, z ktorých boli vybrané akcie do portfólia na základe nasledujúcich podmienok:

- akcia musí byť v indexe minimálne od roku 2003,
- v danom časovom horizonte musia akcie vybranej spoločnosti dosiahnuť najväčšiu percentuálnu zmenu oproti základnému obdobiu, keďže investovanie do akcií je dlhodobá záležitosť,
- a uzatvárací kurz vybraných akcií k poslednému dňu sledovaného obdobia musí dosahovať najvyššiu hodnotu na trhu.

V Prílohe č. 4 sa nachádzajú zoznamy všetkých uvedených burzových indexov a ich komponentov spolu s údajmi, podľa ktorých sa uskutočnil následný výber akcií do portfólií reprezentujúcich jednotlivé regióny. Pri jednotlivých komponentoch je uvedená otváracia hodnota kurzu akcie k januáru 2003 a zatváracia hodnota k 31. 03.2009. Z týchto údajov je vypočítaný dosiahnutý percentuálny rozdiel v kurze akcie za dané obdobie. Pre každý komponent je tiež uvedený dátum, kedy bola daná akcia prvýkrát uvedená v burzovom indexe, aby bolo možné overiť, či je splnená podmienka pôsobenia akcie v indexe. Pokiaľ je akcia na trhu už dlhšie, t.j. bola už obchodovaná aj pred rokom 2003 uvádza sa dátum uvedeného otváracieho kurzu akcie, a teda dátum 1.1.2003.

Pri finančných trhoch, kde nebolo možné zistiť všetky údaje, ktoré sú súčasťou podmienok, sa pri výbere akcií vychádza z výkonu akcií reprezentovaných indexom za posledný rok.

## 4.1 Burzové indexy vybraných rozvíjajúcich sa krajín

Základným ukazovateľom pre investorov, ktorý im poskytuje informácie o tom ako sa daný trh vyvíja v čase, je burzový index. Index predstavuje základný štatistický indikátor popisujúci vývoj celého burzového trhu. V nasledujúcom texte sú predstavené vybrané hlavné burzové indexy krajín rozvíjajúcich sa trhov ako aj ich vývoj za posledné obdobie.

### 4.1.1 Ázijské burzy

*HSI Hang Seng Index* je index zobrazujúci vývoj 33 spoločností so sídlom v Hongkongu. Jeho charakteristickým znakom je viastupňový výberový proces. Spoločnosť, aby sa dostala do indexu, musí mať patričnú tržnú kapitalizáciu, vysoké objemy burzových obchodov a dôležitú úlohu hrá odvetvová reprezentatívnosť. Tabuľka 4.1 zachytáva vývoj indexu v ročných intervaloch od roku 2003. Z ročných zmien uvedených v tabuľke je vidieť, že vývoj indexu bol do prejavenia sa finančnej krízy veľmi priaznivý.

Tab 4.1 Ročné hodnoty indexu Hang Seng

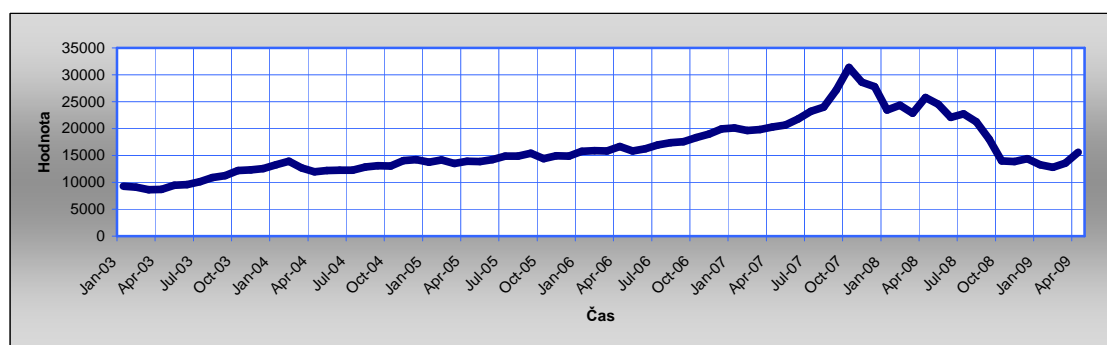
Rok	Open	Najvyššia hodnota indexu	Najnižšia hodnota indexu	Close	Ročná zmena v %
2009*	14448.20	15763.60	11344.60	12525.80	-12.94
2008	27632.20	27853.60	10676.30	14387.50	-48.27
2007	20004.80	31958.40	18659.20	27812.70	39.31
2006	14844.00	20049.00	14844.00	19964.70	34.20
2005	14216.00	15508.60	13320.50	14876.40	4.54
2004	12665.00	14339.10	10917.70	14230.10	13.15
2003	9333.64	12740.50	8331.87	12575.90	34.92

\* k 13. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Ako je možné sledovať v Grafe 4.1, svoj vrchol dosiahol index práve na prelome rokov 2007 a 2008, kedy väčšina vyspelých krajín bola vo veľkej miere poznačená svetovou finančnou krízou. V nasledujúcom období síce zaznamenal index pokles, ale začiatkom tohto roka opäť mierne vzrástol.

Graf 4.1 Vývoj indexu Hang Seng



Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Z pohľadu na graf je tiež vidieť, že pri investovaní do tohto indexu na začiatku sledovaného obdobia, by investor zaznamenal zhodnotenie vložených prostriedkov, i keď v roku 2008 hodnota indexu poklesla.

V Tab. 4.2 sú uvedené tri akcie z indexu Hang Seng, ktoré spĺňajú podmienky pre výber do portfólia akcií ázijského regiónu.

Tab. 4.2 Vybrané akcie – HSI Hang Seng Index

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho indexu
0688.HK	CHINA OVERSEAS	0.73	12.20	1571.23	01.01.2003
0388.HK	HKEX	9.80	73.05	645.41	01.01.2003
0857.HK	PETROCHINA	1.55	6.16	297.42	01.01.2003

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Ďalším indexom reprezentujúcim región Ázie je indický *NIFTY 50 Index*, ktorý zahŕňa 50 akciových titulov z 24 oborov a u ktorého je likvidita zohľadnených akcií jeho hlavným kritériom. Nasledujúca tabuľka ukazuje ročné zmeny indexu v sledovanom období. Ako je vidieť z ročných zmien indexu, vplyv finančnej krízy sa prejavil aj na indickom trhu poklesom hodnoty tu obchodovaných akcií, keď medziročná zmena indexu zaznamenala v roku 2008 zápornú hodnotu.

Tab. 4.3 Ročné hodnoty indexu Nifty 50

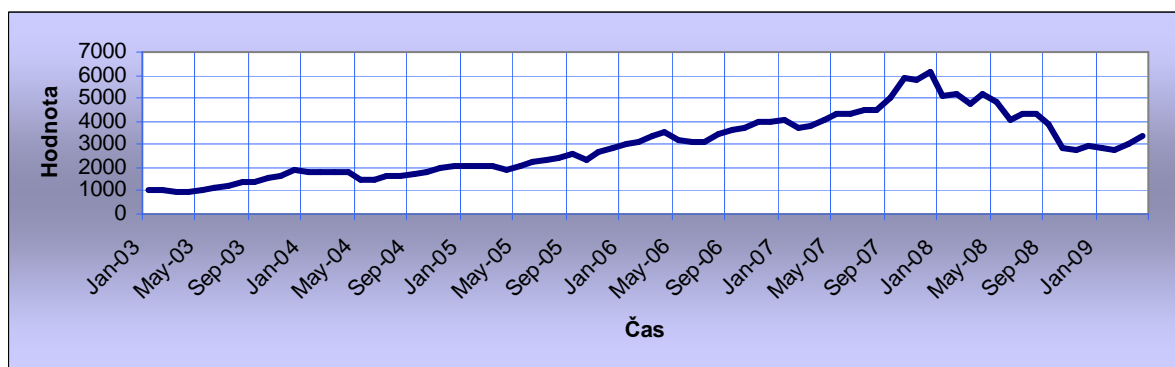
Rok	Open	Najvyššia hodnota indexu	Najnižšia hodnota indexu	Close	Ročná zmena v %
2009*	2963.30	3147.20	2539.45	2719.25	-8.11
2008	6136.75	6357.10	2252.75	2959.15	-51.79
2007	3966.00	6185.40	3554.50	6138.60	54.77
2006	2836.80	4046.85	1595.65	3966.40	39.83
2005	2080.00	2857.00	1894.40	2836.55	36.34
2004	1880.35	2088.45	1292.20	2080.50	10.68
2003	1093.60	1914.40	920.00	1879.75	71.90

\* k 13. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: <http://in.finance.yahoo.com/q/cp?s=%5ENSEI>.

Nepriaznivý vývoj v roku 2008 sa začiatkom tohto roka začína opäť vývíjať pre investorov priaznivým smerom a v prvom kvartáli 2009 hodnota indexu mierne rástla, ako je možné sledovať v Grafe 4.2. Z dlhodobejšieho hľadiska však aj napriek poklesu by investori zaznamenali nárast hodnoty akcií, keby do indexu investovali už v roku 2003.

Graf 3.2 Vývoj indexu Nifty 50



Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: <http://in.finance.yahoo.com/q/cp?s=%5ENSEI>.

Do portfólia akcií ázijského regiónu boli na základe stanovených kritérií vybrané akcie troch spoločností reprezentujúcich indický akciový trh uvedené v nasledujúcej tabuľke.



Tab. 4.4 Vybrané akcie – Nifty 50 Index

Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho
GRASIM INDUSTRIES LTD	317.00	1585.00	400.00	01.01.2003
RELIANCE INDUSTRIES LTD	300.80	1522.10	406.02	01.01.2003
BHEL	173.00	1510.00	772.83	01.01.2003

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: <http://in.finance.yahoo.com/q/cp?s=%5ENSEI>.

Posledným sledovaným indexom z ázijského regiónu je index *SSE Shanghai*, ktorý je zástupcom čínského trhu. Je to index všetkých akcií, tak akcií typu A ako aj B, ktoré sú obchodované na Šanghajskej burze. Rovnako ako aj ostatné podindexy patriace pod tento index, je kalkulovaný použitím Paacheho váženého zloženého cenového indexu. To znamená, že index je založený na základnom období a na konkrétnom základnom dni pre jeho kapitalizáciu. Nasledujúca tabuľka uvádza ročné zmeny v hodnote indexu.

Tab. 4.5 Ročné hodnoty indexu SSE Shanghai

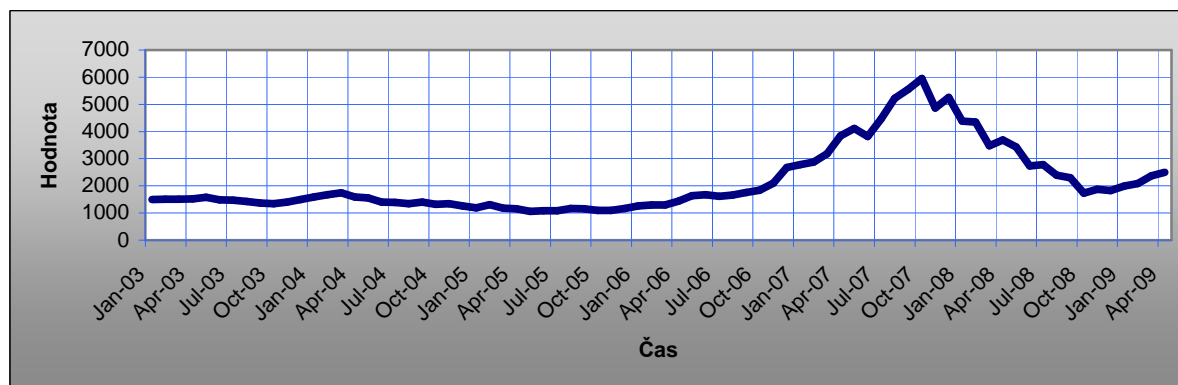
Rok	Otvorenie v roku	Najvyššia hodnota	Najnižšia hodnota	Zatváracia pozícia	Ročná zmena v %
2003	1467.0154	1649.6	1307.4	1467.69697	4.65%
2004	1488.03237	1783.01	1259.43	1487.00397	-6.91%
2005	1157.21246	1328.53	998.23	1157.24538	0.28%
2006	1609.16215	2698.9	1161.06	1615.02262	36.42%
2007	4207.10107	6124.04	2541.52	4217.23716	24.09%
2008	3081.21221	5522.78	1664.93	3073.26225	-25.80%
2009*	2132.11211	2402.81	0	2143.47754	53.31%

\*k 31. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Pohľad na Graf 4.3 Vývoj indexu SSE Shanghai vypovedá o tom, že aj tento index je ovplyvnený rovnako poklesom ako ostatné indexy v ázijskom regióne, i keď je Čína považovaná za najväčšieho konkurenta západným krajinám vo finančnej oblasti a za krajinu, ktorá by v dôsledku menšieho napojenia na americkú ekonomiku mohla profitovať s momentálnej situácie na amerických finančných trhoch. V roku 2008 v dôsledku situácie na trhu zaznamenal index prudký pokles, ale tento rok začal, podobne ako predchádzajúce dva spomínané ázijské indexy, s miernym rastom. Aj v tomto prípade by investor investovaním do indexu v roku 2003 zaznamenal zhodnotenie vlozenej investície, ktoré bolo ešte pred vplyvom finančnej krízy pomerne vysoké.

Graf 4.3 Vývoj indexu SSE Shanghai



Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

V dôsledku veľkého množstva spoločností zahrnutých do indexu a náročnosti na spracovanie, je na rozdiel od predchádzajúcich indexov kritériom pre výber akcií do portfólia ročný výnos akcií. Do portfólia boli teda zvolené akcie troch spoločností (Tab 4.6) s najvyšším výnosom dosiahnutým za posledný rok.

Tab. 4.6 Vybrané akcie indexu SSE Shanghai

Spoločnosť	Ročný výnos (v %)
Guangzhou Refrigeration Co Ltd	218.62
NORINCO INTERNATIONAL COOPERATION LTD. COOPERATON LTD.	203.35
Tianjin ZhongXin Pharmaceutical Group Corporation	167.64

Zdroj: EMERGINVEST, [online], dostupné z: <http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/China/Companies.html>

#### 4.1.2 Burzy krajín Blízkeho východu

Z trhov Blízkeho východu boli vybrané indexy z krajín, ktoré v danom regióne najviac napredujú a ktoré predstavujú najzaujímavejšie investície pre investorov. Výber akcií z indexov bol uskutočnený na základe vyššie stanovených kritérií.

Bahrajnský akciový index je index, ktorý je kapitálovo váženým indexom všetkých bahrajnských verejne kótovaných akciových spoločností na Bahrajnskej burze. Nasledujúca

tabuľka uvádza ročné hodnoty ukazovateľov burzového indexu. Z údajov v tabuľke je zrejmé, že svoj vrchol index zaznamenal v roku 2007, po ktorom nasledoval v dôsledku udalostí na svetových finančných trhoch prepád v hodnote indexu.

Tab. 4.7 Ročné hodnoty indexu bahrajnských akcií

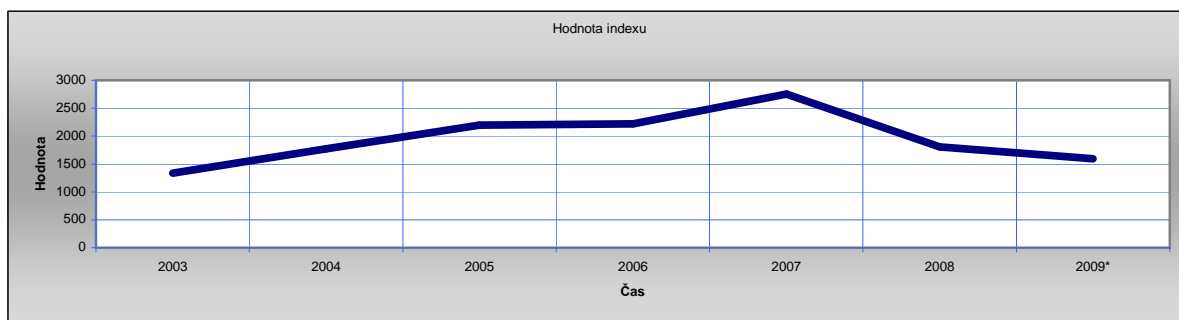
Rok	Hodnota indexu	Tržná kapitalizácia (v mil. BHD)	Hodnota obchodovaných akcií (v mil BHD)	Obrat akcií (v %)
2003	1336.83	3627	102.3	2.71
2004	1773.65	5105	174.6	3.37
2005	2195.8	6547	268.1	4.03
2006	2217.58	7963	522.9	6.54
2007	2755.27	10185	403.1	3.81
2008	1804.07	7520	193.3	10.11
2009*	1595.85	6541	26.1	0.4

\*Q1

Zdroj: Emerginvest, [online], dostupný z <http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/Bahrain/Companies.html#>

Tento vývoj hodnoty indexu je možné sledovať aj v Grafe 4.4. Po vypuknutí krízy na svetových trhoch začal index klesať a momentálne sa aj naďalej pohybuje na nižšej úrovni. Vývoj jeho hodnoty za posledné sledované obdobie nezaznamenal žiadne ďalšie väčšie výkyvy ani výraznejší náznak rastu hodnoty ako je to u vyššie uvedených indexov ázijského regiónu. V prípade investovania do tohto indexu v roku 2003 by sa investícia k tomuto roku mierne zhodnotila. Ale investori, ktorý by vystihli predaj ešte pred začiatkom poklesu indexu by zhonotili svoje investície skoro stopercentne.

Graf 4.4 Vývoj Bahrajnského indexu akcií



Zdroj: Emerginvest, [online], dostupný z <http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/Bahrain/Companies.html#>

Na základe kritérií pre výber akcií do portfólia boli z bahrajnského indexu zvolené akcie spoločností uvedené v nasledujúcej tabuľke. Sú to akcie, ktoré najlepšie spĺňali dané kritéria.

Tab. 4.8 Vybrané akcie – Bahrajnský akciový index

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho indexu
INVCORP	Investcorp Bank	1.45	1489	102.589.66	22.01.2003
BHOTEL	Gulf Hotel Group	0.02	0.49	2.350.00	02.01.2003
BISB	Bahrain Islamic Bank	0.04	0.28	600.00	06.01.2003

Zdroj: *Btflive.net* : <<http://www.btflive.net/exchanges/exchanges.php?op=showexchange&id=5>>.

Druhým sledovaným indexom z regiónu Blízkeho východu je index Kuwajtského trhu akcií.. Tržný index predstavuje hodnotu všetkých verejne kótovaných spoločností na Kuvajtskej burze. V Tab. 4.9 sú uvedené ročné hodnoty a zmeny indexu v sledovanom období. Ako je z údajov vidieť do záporných hodnôt sa index dostal až začiatkom tohto roka, aj keď pokles zaznamenal už v priebehu roku 2008.

Tab. 4.9 Ročné hodnoty indexu Kuvajtskej burzy

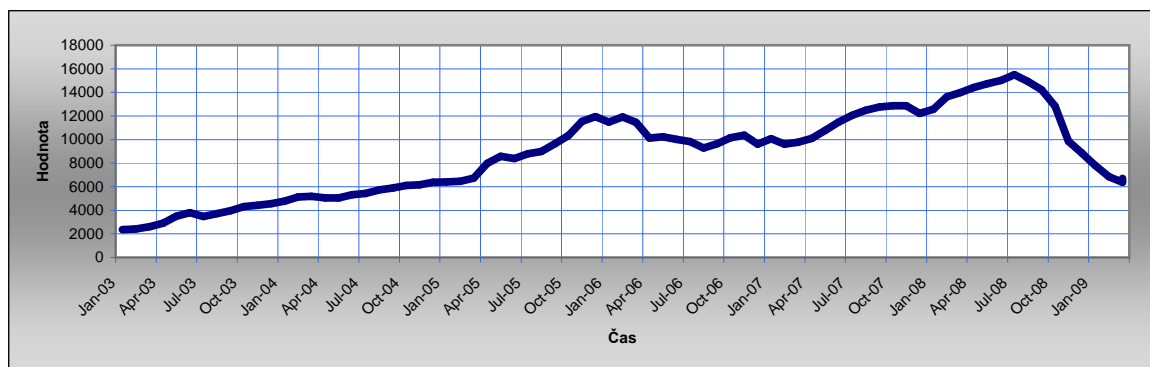
Rok	Otvorenie v roku	Najvyššia hodnota	Najnižšia hodnota	Zatváracia pozícia indexu	Ročná zmena v %
2003	3607.54	4808.20	0.00	3630.79	64.43%
2004	5548.63	6505.90	0.00	5590.37	75.23%
2005	8975.87	11986.40	0.00	8982.40	7.28%
2006	10260.06	12106.20	9078.50	10254.78	-5.14%
2007	11485.02	13179.90	9548.40	11545.74	52.87%
2008	13112.40	15667.80	7702.40	13135.92	17.94%
2009*	6791.60	7917.80	6367.60	6774.00	-25.91%

\*do 31.03.2009

Zdroj: *Kuwait Stock Exchange* [online].dostupný z WWW: <<http://www.kuwaitse.com/PORTAL/DEFAULT.ASPX>>.

Teda ani index Kuvajtskej burzy sa nevymyká súčasnému trendu vývoja na trhoch (Graf 4.5). Po vypuknutí finančnej krízy jeho hodnota začala klesať. V súčasnosti stagnuje, resp. mierne klesá, ale v budúcnosti sa predpokladá skôr rast hodnoty indexu vzhľadom na zlepšujúce sa postavenie Kuwajtu vo svete.

Graf 4.5 Vývoj indexu Kuvajtskej burzy



Zdroj: *Kuwait Stock Exchange* [online].dostupný z WWW: <<http://www.kuwaitse.com/PORTAL/DEFAULT.ASPX>>.

Vybrané akcie v Tab. 4.10 najviac zodpovedali stanoveným kritériam pre výber do portfólia akcií Blízkeho východu.

Tab. 4.10 Vybrané akcie – Kuvajtský tržný index

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho
GCEM	Gulf Cement Co.	28.4000	202.0000	611.2676	05.01.2003
FCEM	Fujairah Cement Industries Co.	71.0000	310.0000	336.6197	05.01.2003
EKHOLDING	Egypt Kuwait Holding Co.	81.0000	325.0000	301.2346	06.01.2003

Zdroj: *Btflive.net* : <<http://www.btflive.net/exchanges/exchanges.php?op=showexchange&id=4>>.

Tretím reprezentantom regiónu je index zo Spojených Arabských Emirátov *Abu Dhabi Index*. V Grafe 4.6 je zachytený jeho vývoj od roku 2003 a je možné pozorovať, že v sledovanom období zaznamenal dva väčšie výkyvy v hodnote. Po vrchole v roku 2005 nasledoval prepád hodnoty v roku 2007, počas ktorého začala hodnota indexu opäť rásť, ale vplyv udalostí na svetových finančných trhoch tento rast zastavil. Počas roku 2008 zaznamenala index preto opäť pokles. Začiatok roka 2009 sa zatiaľ javí pre index ako priaznivý.

Graf 4.6 Vývoj indexu Abudhabi trhu



Zdroj: *Abu Dhabi Securities Exchange* [online]. Dostupný z WWW: <<http://www.adx.ae/English/Pages/default.aspx>>.

Aj v tomto prípade sú akcie z indexu uvedené v Tab. 4.11 vybrané do portfólia na základe splnenia stanovených kritérií v úvode tejto podkapitoly.

Tab. 4.11 Vybrané akcie – Abudhabi thru

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho indexu
GCEM.UAE	Gulf Cement Co.	0.3400	2.4100	608.8235	13.01.2003
AWNIC	Al Wathba National Insurance Co.	1.6200	7.6900	374.6914	08.01.2003
UCC	Union Cement Co.	0.4300	1.9100	344.1860	25.01.2003

Zdroj: *Btflive.net* : <<http://www.btflive.net/exchanges/exchanges.php?op=showexchange&id=4>>.

### 4.1.3 Burzy Latinskej Ameriky a Karibiku

Z regiónu Latinskej Ameiky a Karibiku boli vybrané indexy z najväčších krajín tejto oblasti a to z Mexika, Brazílie a Argentíny.

*BOVESPA Index* radený medzi svetové indexy, je brazílskym indexom zohľadňujúcim celkom 53 spoločností. Z piatich najvýznamnejších titulov štyri pochádzajú z komoditného sektora. Tab. 4.12 zobrazuje jeho ročné zmeny od roku 2003. Zápornú hodnotu index dosiahol v roku 2008, čo súviselo, ako aj v iných prípadoch s poklesom na svetových finančných trhoch.

Tab. 4.12 Ročné hodnoty indexu Bovespa

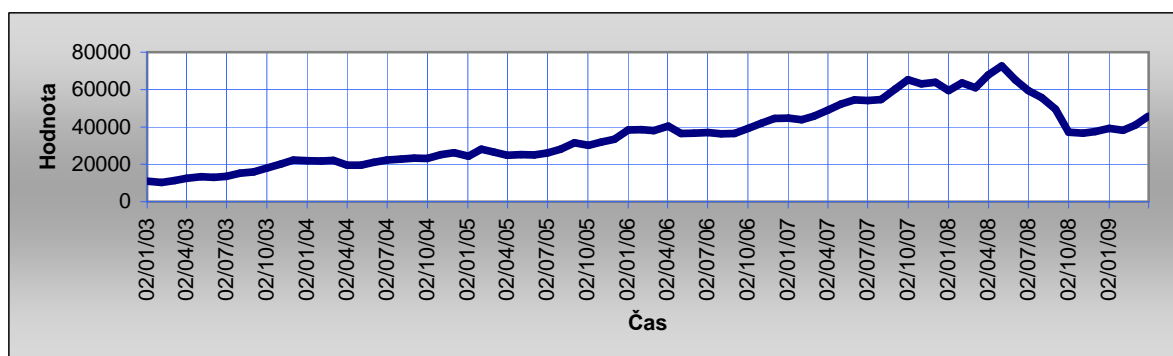
Rok	Open	Najvyššia hodnota	Najnižšia hodnota	Close	Ročná zmena v %
2009*	37550	43441	35722	39015	3.901
2008	63885	73920	29435	37550	-41.223
2007	44476	66529	41117	63886	43.648
2006	33462	44675	32057	44474	32.933
2005	26193	33837	23534	33456	27.714
2004	22233	26270	17601	26196	17.809
2003	11291	22310	9968	22236	97.338

\* k 13. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqa\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqa_ap_9.htm).

Ako je však vidieť aj v Grafe 4.7, v roku 2009 sa začal index vyvíjať pre investorov priaznivo. Z grafu je tiež možné vidieť, že index sa za minulé obdobia vyvíjal súmerným rastúcim tempom a nezaznamenával žiadne väčšie výkyvy. Až na rok 2008, v ktorom ale veľké výkyvy zaznamenali všetky indexy a ceny akcií. Investovaním do indexu na začiatku sledovaného obdobia by, ale aj napriek poklesu minulý rok zaznamenali investície zhodnotenie.

Graf 4.7 Vývoj indexu Bovespa



Zdroj: YAHOO! Finance [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

Zo spoločností tvoriacich index Bovespa boli do portfólia regiónu Latinskej Ameriky a Karibiku vybrané spoločnosti uvedené v Tab. 4.13, ktoré najlepšie zodpovedali stanoveným podmienkam v úvode kapitoly.

Tab. 4.13 Vybrané akcie – Bovespa Index

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho
UGPA4.SA	ULTRAPAR -PN N1	21.65	55.64	157.00	01.01.2003
TMAR5.SA	TELEMAR N.L -PNA	45.00	52.30	16.22	01.01.2003
CRUZ3.SA	SOUZA CRUZ -ON ED	17.82	43.75	145.51	01.01.2003

Zdroj: YAHOO! Finance [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

Predstaviteľom mexického trhu je index *IPC MXX*. Index zahŕňa 35 akcií obchodovaných na burze Bolsa Mexicana de Valores. Je považovaný za jeden z hlavných trhov Latinskej Ameriky. V Tabuľke 4.14 sú zachytené ročné zmeny indexu. Opäť je možné pozorovať pokles hodnoty v poslednom sledovanom období. Na rozdiel od vyššie spomínaných indexov, pokles hodnoty tohto indexu nebol až taký veľký.

Tab. 4.14 Ročné hodnoty indexu IPC MXX

Rok	Open	Najvyššia hodnota	Najnižšia hodnota	Close	Ročná zmena v %
2009*	22380.3	23489.8	16756.7	19437	-13.151
2008	29536.8	32292.9	16480	22380.3	-24.229
2007	26448.3	32851.1	25400.3	29536.8	11.678
2006	17802.7	26450.5	16464.6	26448.3	48.563
2005	12917.9	18179.6	11727.5	17802.7	37.815
2004	8795.28	13032.7	8776.97	12917.9	46.873
2003	6131.66	8805.37	5718.21	8795.28	43.547

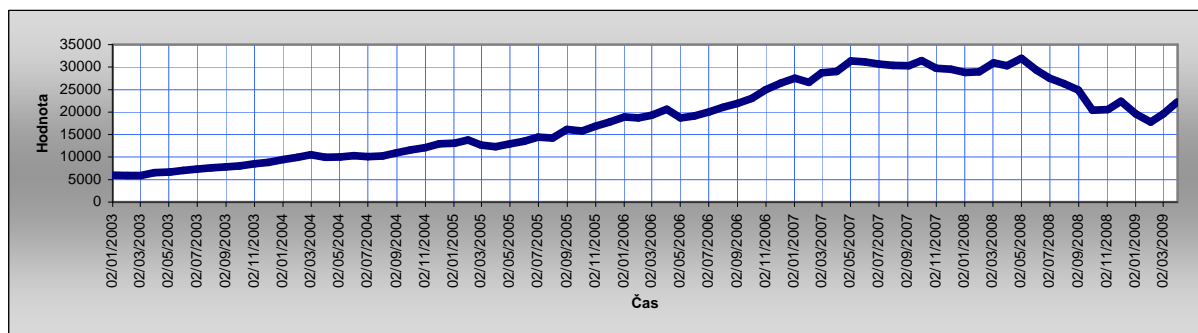
\* k 13. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Udalostiam na americkom finančnom trhu, ktoré sa prejavili na svetových trhoch poklesom, sa nevyhol teda ani mexický index *IPC MXX*. Po poklese v roku 2008 jeho vývoj opäť smeruje k dosahovaniu vyšších hodnôt, ako je možné vidieť v nasledujúcom grafe. Investície do tohto indexu teda opäť zhodnocujú a investori sa môžu tešiť zvyšovaniu hodnoty.



Graf 4.8 Vývoj indexu IPC MXX



Zdroj: *YAHOO! Finance* [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

Tabuľka 4.15 uvádza tri spoločnosti, ktorých akcie najviac spĺňali podmienky pre výber do latinsko-amerického karibského portfólia.

Tab. 4.15 Vybrané akcie – IPC MXX Index

Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho
GRUPO BIMBO-A	15.39	52.60	241.78	01.01.2003
GRUPO CARSO TELE-A1	11.59	46.90	304.66	01.01.2003
KIMBERLY-CLARK-A	24.00	45.87	91.13	01.01.2003

Zdroj: *YAHOO! Finance* [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

Posledným sledovaným indexom v tomto regióne je argentínsky index *Merval*, najdôležitejší index burzy v Buenos Aires. Je cenovo váženým indexom, kalkulovaný ako tržná hodnota portfólia akcií tvoriacich základňu indexu, počtu transakcií a daného kurzu. Ročné zmeny indexu uvádza nasledujúca tabuľka.

Tab. 4.16 Ročné hodnoty indexu Merval

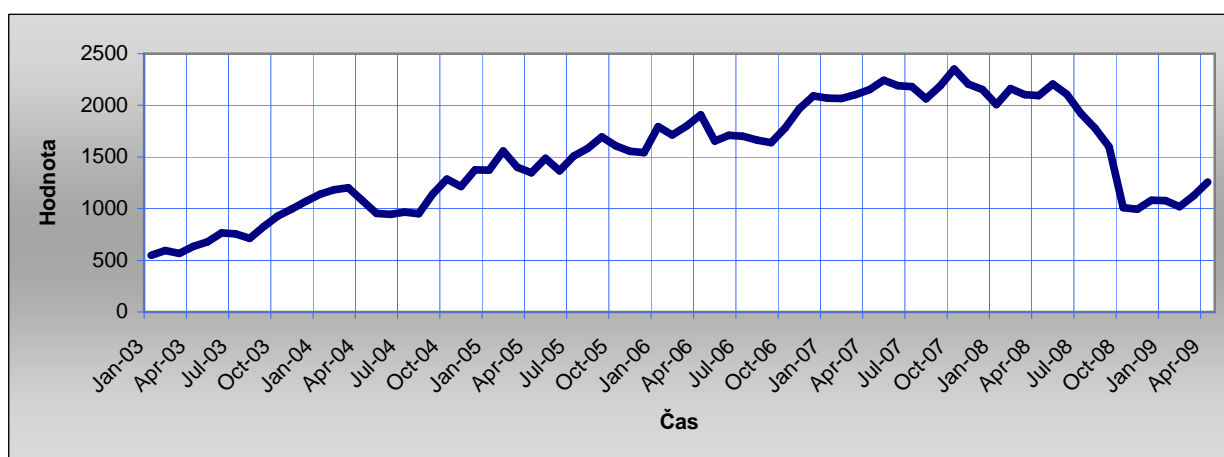
Rok	Open	Najvyššia hodnota	Najnižšia hodnota	Close	Ročná zmena v %
2009*	1083.76	1215.52	914.07	1043.33	-3.365
2008	2162.18	2257.25	819.36	1079.66	-49.824
2007	2087.85	2354.73	1751.75	2151.73	2.931
2006	1545.14	2097.33	1486.56	2090.46	35.453
2005	1376.01	1738.44	1265.97	1543.31	12.211
2004	1072.87	1408.1	828.34	1375.37	28.305
2003	524.96	1086.77	518.32	1071.95	104.2

\* k 13. 03. 2009

Zdroj: EconStats; [on-line], dostupný z WWW: [http://www.econstats.com/eqty/eqea\\_ap\\_9.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqea_ap_9.htm).

Podobne ako predchádzajúce indexy aj argentínsky index má rovnaký priebeh vývoja. V sledovanom období zaznamenal od roku 2003 predovšetkým rast, a to až do vypuknutia finančnej krízy na svetových trhoch. V Grafe 4.9 je teda vidieť, že v poslednom roku sledovaného obdobia mal index klesajúcu tendenciu, ktorá sa ale začiatkom tohto roku zastavila a index začal naberať opačný smer vývoja a aj napriek nepriaznivej situácii sa hodnota pohybuje indexu pohybuje nad úrovňou v roku 2003, takže investori mali možnosť získať investovaním do tohto indexu.

Graf 4.9 Vývoj indexu Merval



Zdroj: YAHOO! Finance [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

Z pohľadu stanovených kritérií sú v Tabuľke 4.17 uvedené akcie spoločností z indexu Merval, ktoré spĺňali podmienky pre výber do portfólia tohto regiónu.

Tab. 4.17 Vybrané akcie - Merval Index

Symbol	Názov	Open 01/01/2003	Close 01/12/2008	%-ná zmena	Dátum otváracieho
TS.BA	TENARIS-ESCRITURALES	6.60	39.05	491.67	01.01.2003
MIRG.BA	MIRGOR -ORD.ESC. 'C' 1 V	10.20	33.50	228.43	01.01.2003
ERAR.BA	SIDERAR 'A' 1 VOTO ESCRI	5.85	9.00	53.85	01.01.2003

Zdroj: YAHOO! Finance [online]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.

## 4.2 Efektívne portfólia akcií podľa Markowitzovho modelu

Na základe predchádzajúcej podkapitoly 4.1, kde boli z vybraných burzových indexov jednotlivých regiónov zvolené akcie do portfólií, sú v tejto časti práce prostredníctvom Markowitzovho modelu zostavené možné portfólia akcií zohľadňujúce preferencie investorov. Pre každý región sú zostavené portfólia s maximálnym ako aj s minimálnym sklonom investora k riziku.

Optimálne portfólia boli počítané ako úlohy nelineárneho programovania pomocou funkcie Excelu – *Riešiteľ*. Najskôr bol pre všetky portfólia pripravený vektor premenných, prepočítaný rozptyl, smerodajné odchýlky a stredná hodnota výnosu. Následne boli pomocou *Riešiteľa* vypočítané portfólia A s minimálnym rizikom, portfólia B s maximálnym očakávaným výnosom a efektívne portfólia C až H pre vopred stanovenú hodnotu očakávaného výnosu portfólia. Uvedené hodnoty rizika a očakávaného výnosu portfólia sú počítané na mesačnej báze a postup výpočtov pre jednotlivé regióny sa nachádza v Prílohe č. 5.

### 4.2.1 Ázijské portfólio akcií

Do ázijského portfólia bolo vybraných deväť akcií z burzových indexov Hongkongu, Shanghai a Indie. Na základe dostupných informácií od roku 2003 bolo pre tieto akcie zostavených osem možných portfólií. Tieto portfólia sú kombináciou rôzneho pomeru rizika a očakávaného výnosu. Tabuľka 4.18 uvádza percentuálne zastúpenie vybraných akcií v jednotlivých portfóliách. Je vidieť, že v portfóliu A sú zastúpené všetky akcie, zatiaľ čo pri portfóliu B by boli všetky prostriedky investované len do akcií jednej spoločnosti.

Tab. 4.18 Podiel akcií v ázijskom portfóliu (%)

Názov / Portfólio	A	C	D	E	F	G	H	B
China Overseas	4.61%	11.68%	18.74%	28.41%	43.57%	63.95%	83.21%	100.00%
HKEX	7.97%	9.94%	11.92%	13.39%	12.64%	4.47%	0.00%	0.00%
PETROCHINA	9.99%	5.31%	0.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
GRASIM INDUSTRIES LTD	6.76%	6.05%	5.33%	2.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
RELIANCE INDUSTRIES LTD	18.94%	17.07%	15.21%	8.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BHEL	15.69%	16.84%	18.02%	19.43%	19.22%	14.12%	7.40%	0.00%
Guangzhou Refrigeration Co Ltd	16.33%	18.11%	19.88%	20.23%	18.22%	13.95%	8.96%	0.00%
NORINCO INTERNATIONAL COOPERATION LTD.	2.05%	4.03%	6.02%	7.29%	6.34%	3.51%	0.44%	0.00%
Tianjin Zhongxin Pharmaceutical Group Co	17.66%	10.97%	4.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
SUMA	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Z Tab. 4.19 je zrejmé, že investor s minimálnou averziou k riziku by si zvolil portfólio akcií A, ktorého očakávaný výnos je 2,74% a riziko na úrovni 6,85%. Naopak portfólio akcií investorov s maximálnym sklonom k riziku by mohlo reprezentovať portfólio B, kde sa riziko pohybuje na úrovni 13,61% ale očakávaný výnos už na úrovni 4,82%. V tomto prípade by všetky investované finančné prostriedky boli vynaložené len na nákup akcií spoločnosti obchodovanej na Hongkongskej burze Hang Seng.

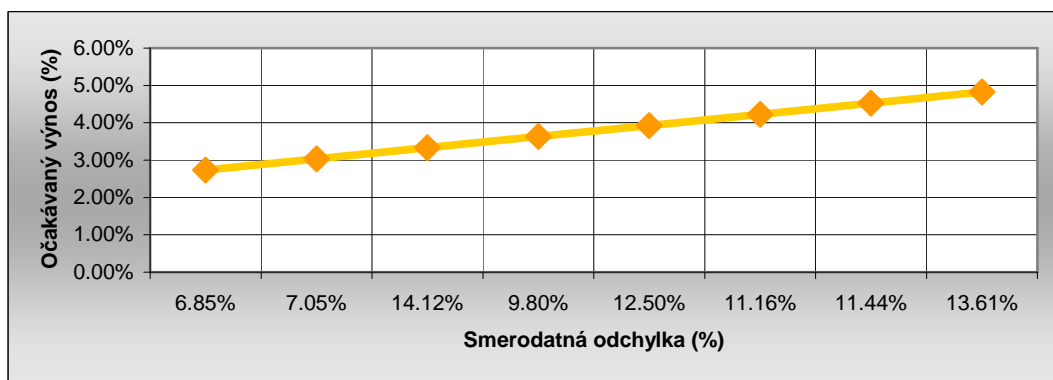
Tab. 4.19 Riziko a očakávaný výnos ázijských portfólií (za mesiac)

Charakteristika	A	C	D	E	F	G	H	B
$\sigma_p$	6.85%	7.05%	14.12%	9.80%	12.50%	11.16%	11.44%	13.61%
$E(R_p)$	2.74%	3.03%	3.33%	3.63%	3.93%	4.23%	4.52%	4.82%

Vzťah medzi rizikom a očakávaným výnosom dosahovaným v jednotlivých portfóliách je možné vidieť aj v grafickej podobe Tab. 4.19 v nasledujúcom grafe. Pokiaľ má teda investor určitú predstavu o očakávanom výnose alebo riziku, ktoré je ochotný podstúpiť je možné mu

doporučiť zloženie efektívneho akciového portfólia vrátane jeho charakteristík vyplývajúcich z Grafu 4.10.

Graf 4.10 Efektívna množina ázijských akciových portfólií



#### 4.2.2 Portfólio akcií Blízkeho východu

V portfóliach akcií Blízkeho východu sú zastúpené akcie burzových indexov Bahrajnu, Kuvajtu a Saudskej Arábie. V Tab. 4.20 sú zostavené pomocou funkcie *Riešiteľ* možné portfólia akcií. Tabuľka uvádza percentuálne zastúpenie akcií pre dané portfólia. Rovnako ako aj v prípade ázijského portfólia pri preferovaní portfólia s maximálnym očakávaným výnosom, sú aj v tomto prípade všetky prostriedky investované do jedinej akcie, ktorá je kótovaná na bahrajnskej burze.

Tab. 4.20 Podiel akcií v portfóliu Blízkeho východu (%)

Názov / Portfólio	A	C	D	E	F	G	H	B
Investcorp Bank	0.01%	13.62%	28.01%	42.41%	56.81%	71.21%	85.60%	100.00%
Gulf Hotel Group	0.00%	86.38%	71.99%	57.59%	43.19%	28.79%	14.40%	0.00%
Bahrain Islamic Bank	16.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gulf Cement Co.	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Fujairah Cement Industries Co.	42.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Egypt Kuwait Holding Co.	5.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gulf Cement Co.	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Al Wathba National Insurance Co.	27.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Union Cement Co.	7.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
SUMA	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

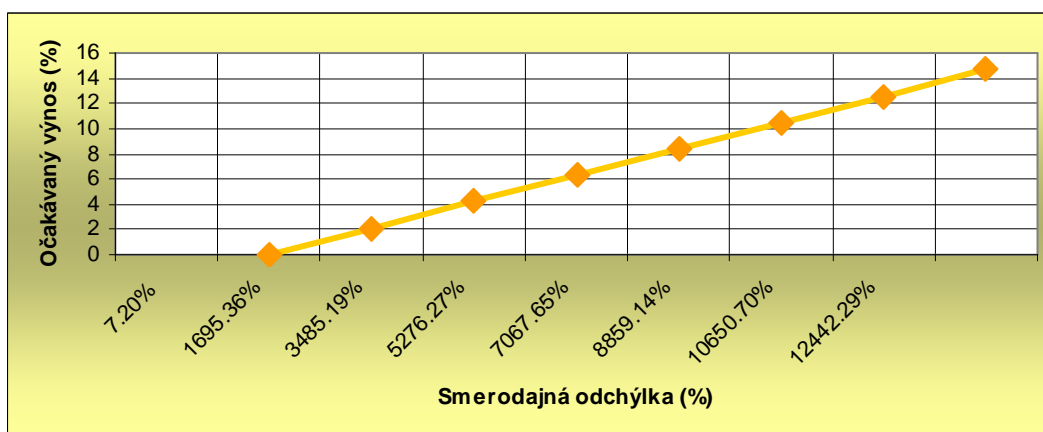
Z údajov v Tab. 4.21 je vidieť, že s jednotlivými portfóliami je spojené aj dosť vysoké riziko, ale v prípade úspešnosti akcie a priaznivého vývoja aj značný výnos. Za daných podmienok by si rizikovo averzný investor vybral efektívne portfólio A, ktoré je charakteristické očakávaným výnosom 3,26% a rizikom 7,20%. Zatiaľ čo investor so sklonom k riziku by si zrejme aj napriek značnému riziku vybral portfólio B s rizikom 12442,29% a očakávaným výnosom 1466,57%.

Tab. 4.21 Riziko a očakávaný výnos portfólia Blízkeho východu (za mesiac)

Charakteristika	A	C	D	E	F	G	H	B
$\sigma_p$	7.20%	1695.36%	3485.19%	5276.27%	7067.65%	8859.14%	10650.70%	12442.29%
$E(R_p)$	3.24%	212.28%	421.33%	630.38%	839.43%	1048.48%	1257.52%	1466.57%

V grafickom znázornení Tab. 4.21 je možné sledovať aj ďalšie možné kombinácie rizika a očakávaného výnosu a na základe preferencií investora doporučiť efektívne portfólio s charakteristikami vyplývajúcimi z Grafu 4.11.

Graf 4.11 Efektívna množina akciových portfólií Blízkeho východu



### 4.2.3 Portfólio akcií Latinskej Ameriky a Karibiku

Portfólia akcií Latinskej Ameriky a Karibiku sú zostavené z akcií indexov Mexika, Argentíny a Brazílie. V Tabuľke 4.22 sú uvedené percentuálne zasúpenia akcií v jednotlivých portfóliach vyjadrujúcich rôznu úroveň rizika a očakávaného indexu. Portfólio A je charakteristické zastúpením viacerých akcií v dôsledku diverzifikácie rizika, a teda vyplýva z toho aj skutočnosť, že ide o portfólio z minimálnym rizikom. V portfóliu B je zastúpená len jedna akcia, ale zároveň sa jedná o portfólio s maximálnym očakávaným výnosom.

Tab. 4.22 Podiel akcií v portfóliu Latinskej Ameriky a Karibiku (%)

Názov / Portfólio	A	C	D	E	F	G	H	B
Investcorp Bank	15.39%	17.16%	17.34%	16.11%	3.55%	0.00%	0.00%	0.00%
Gulf Hotel Group	7.08%	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Bahrain Islamic Bank	11.59%	11.92%	8.97%	1.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
GRUPO BIMBO A	18.25%	24.36%	29.00%	31.04%	25.42%	10.06%	0.00%	0.00%
GRUPO CARSO TELE-A1	13.66%	23.53%	28.33%	32.74%	36.80%	37.06%	24.98%	0.00%
KIM BERLY - CLARK-A	34.03%	19.96%	6.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TENARIS-ESCRITURALES	0.00%	2.61%	9.54%	18.94%	34.23%	52.88%	75.02%	100.00%
SIDERAR 'A' 1 VOTO ESCRI	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TELECOM ARGENTINA B 1V	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
SUMA	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Úroveň rizika a očakávaného výnosu jednotlivých portfólií vyjadruje Tab. 4.23, z ktorej je vidieť, že hodnoty ukazovateľov už nie sú také vysoké ako v prípade portfólií Blízkeho východu a sú najmä pre investorov s averziou k riziku prijateľnejšie. Portfólio rizikovo averzného investora je charakteristické očakávaným výnosom 1,54% a rizikom 4,22%, portfólio investora so sklonom k riziku očakávaným výnosom 3,15% a rizikom 13,20%.

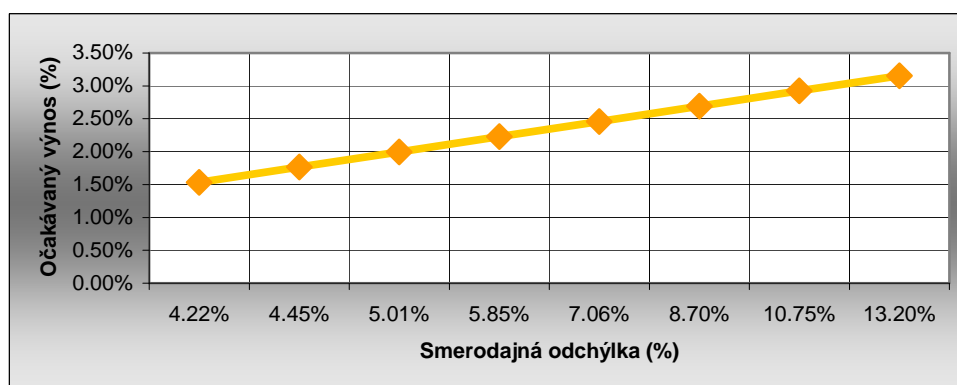
Tab. 4.23 Riziko a očakávaný výnos portfólia Latinskej Ameriky a Karibiku (za mesiac)

Charakteristika	A	C	D	E	F	G	H	B
$\sigma_p$	4.22%	4.45%	5.01%	5.85%	7.06%	8.70%	10.75%	13.20%
$E(R_p)$	1.54%	1.77%	2.00%	2.23%	2.46%	2.69%	2.92%	3.15%

Z Grafu 4.12 si investor na základe svojho postoja k riziku a očakávanému výnosu, môže zvoliť portfólio s požadovanými charakteristikami vyplývajúcimi z grafu.



Graf 4.12 Efektívna množina akciových portfólií Latinskej Ameriky a Karibiku



#### 4.2.4 Porovnanie efektívnych portfólií rozvíjajúcich sa krajín

Do roku 2009 vstúpili trhy a investori s pesimizmom, ktorý si väčšina z nich nepamätá. Tí čo pokladali rok 2007 za jeden z najhorších, nemali snáď na hodnotenie roku 2008 slov. Výkonnosť investičných titulov ovplyvnila kríza na finančných trhoch, pričom väčšina z nich zaznamenala mínus. Prepadosť hodnôt sa nevyhli ani trhy rozvíjajúcich sa krajín, ako je možné vidieť v predchádzajúcich podkapitolách. Avšak tí, čo veria, že trhy majú tie najhoršie prepady za sebou a že ekonomika sa tento rok zotaví môžu nakupovať akcie nakoľko tie vždy predbiehajú reálne hospodárstvo a tiež na trhu platí, kto skôr nakúpi, viac zarobí a aj grafy burzových indexov rozvíjajúcich sa krajín naznačovali ich priaznivý vývoj v nasledujúcom období.

Porovnaním možných očakávaných výnosov a rizika z portfólií akcií rozvíjajúcich sa krajín v Tab. 4.24 je možné vidieť, že portfólia ázijských a latinsko-americko karibských akcií sa pohybujú približne na rovnakej úrovni. Vysokými hodnotami očakávaného výnosu a rizika sa z tohto rámca vymykajú portfólia akcií Blízkeho východu. Z údajov v tabuľke je vidieť, že z pohľadu očakávaného výnosu sú pre investorov najzaujímavejšie práve portfólia Blízkeho východu, ale zároveň sú spojené aj s najvyššou rizikovosťou. V prípade investora s averziou k riziku by boli preferované portfólia akcií Latinskej Ameriky a Karibiku.

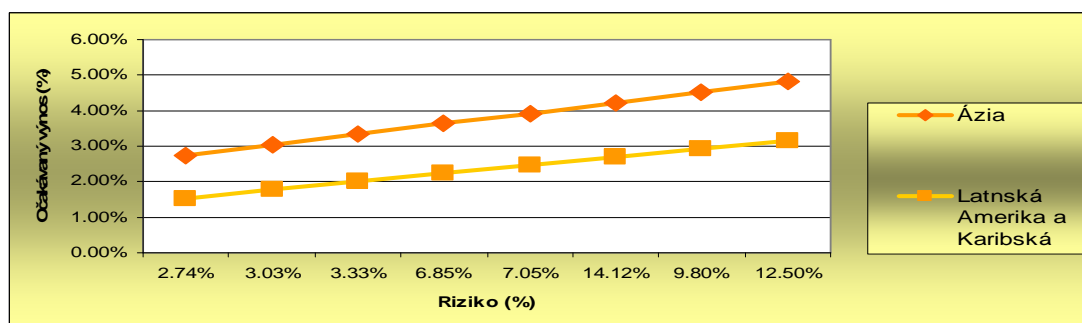
Tab 4.24 Riziko a očakávaný výnos portfólií rozvíjajúcich sa krajín

	Charakteristika	A	C	D	E	F	G	H	B
Ázia	$\sigma_p$	6.85%	7.05%	14.12%	9.80%	12.50%	11.16%	11.44%	13.61%
	E(Rp)	2.74%	3.03%	3.33%	3.63%	3.93%	4.23%	4.52%	4.82%
Blízky východ	$\sigma_p$	7.20%	1695.36%	3485.19%	5276.27%	7067.65%	8859.14%	10650.70%	12442.29%
	E(Rp)	3.24%	212.28%	421.33%	630.38%	839.43%	1048.48%	1257.52%	1466.57%
Latinská Amerika a Karibská oblasť	$\sigma_p$	4.22%	4.45%	5.01%	5.85%	7.06%	8.70%	10.75%	13.20%
	E(Rp)	1.54%	1.77%	2.00%	2.23%	2.46%	2.69%	2.92%	3.15%

V Grafe 4.13 sú porovnané portfólia Ázie a Latinskej Ameriky, keďže medzi hodnotami očakávaného výnosu a rizika nie sú také veľké rozdiely, ako je to v prípade ich porovnania s portfóliami Blízkeho východu, kde je jednoznačné už Tab. 4.24, ktoré z portfólií by bolo na základe preferencií investora zvolené.

Z Grafu 4.13 je vidieť, že portfólia ázijských akcií budú pe investorov lákavejšie, nakoľko pri rovnakom riziku je dosahovaný vyšší očakávaný výnos v porovnaní s akciovými portfóliami Latinskej Ameriky a Karibiku.

Graf 4.13 Efektívne portfólia Ázie a Latinskej Ameriky a Karibiku



Z porovnania portfólií jednotlivých regiónov je možné dedukovať, že región Blízkeho východu je pre investorov najzaujímavejší, predstavuje dosiahnutie najvyšších zhodnotení akcií ale z pohľadu rizikovosti je pre investorov najvhodnejší región Latinskej Ameriky a Karibiku.

## 5 Záver

Na základe údajov uvedených v práci je možné konštatovať, že akciové trhy sa niekedy nachádzajú príliš vysoko, inokedy zasa príliš nízko a je ťažké ich prognózovať. Je to večný pohyb hore a dole a žiadna prognóza nemôže ani približne zachytiť všetky vplyvy, ktorým sú finančné a kapitálové trhy permanentne vystavené. Pokiaľ sa aj s veľkým šťastím podarí niektoré budúce vývoje správne predpovedať, otázkou zostáva, ako burza všetky tieto nové skutočnosti vstrebá a aké vzájomné súvislosti výjdu na svetlo.

Na príklade vybraných rozvíjajúcich sa krajín je možné v práci vidieť, že aj tieto sú ovplyvnené udalosťami na svetových trhoch vďaka prehlbujúcej sa globalizácii. V dôsledku finančnej krízy aj tieto trhy zaznamenali pokles hodnoty akcií a investori tak prišli o časť zhodnotenia svojich investícií. Napriek tomu sa regióny Ázie a Blízkeho východu čoraz hlbšie dostávajú do podvedomia investorov a verejnosti. Pozornosť na tieto oblasti sa obracia nielen vďaka napredujúcim ekonomikám, ale aj vďaka zaujímavým investičným príležitostiam a možnému zhodnoteniu finančných prostriedkov. Taktiež z pohľadu rizikovosti sa tieto regióny začínajú stabilizovať. Ani región Latinskej Ameriky a Karibiku nezaostáva v napredovaní a tiež má čím zaujať potenciálnych investorov. Podľa výsledkov analýzy portfólií v poslednej kapitole je vidieť, že aj na týchto trhoch je možné dosiahnuť zaujímavé zhodnotenie. Z pohľadu dosiahnutia najvyššieho zhodnotenia je pre investorov najzaujímavejší región Blízkeho východu, naopak z pohľadu rizikovosti je pre investorov najvhodnejší región Latinskej Ameriky a Karibiku.

V súčasnosti majú investori príležitosť využiť neúspešné obdobie finančných trhov a nakúpiť investičné tituly za výhodné ceny skôr ako sa tieto opäť dostanú na pôvodnú úroveň dosahovanú pred finančnou krízou. Pre nekonzervatívnych investor sú vynikajúcou príležitosťou na zhodnotenie finančných prostriedkov práve investície v rozvíjajúcich sa krajinách, ktoré majú skvelú príležitosť napredovať a prinášať oveľa väčšie zhodnotenie investícií než vyspelé trhy, či krajiny. Ako je vidieť v práci, ekonomiky týchto krajín totiž predbiehajú rozvinuté krajiny vo svetovom ekonomickom zotavení a je možné, že budú v tomto pokračovať ešte nejaký čas. V súvislosti s finančnou krízou sa tiež črtá na svetových finančných trhoch nové usporiadanie. Do popredia sa dostávajú rozvíjajúce sa krajiny, ktoré majú ambíciu nahradiť súčasných popredných aktérov finančných trhov a stať sa tak ich budúcimi svetovými lídrami.

## Zoznam literatúry

### A) Knižné publikácie

- 1] JÍLEK, J. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2000. 635 s. ISBN 80-7169-579-3.
- 3] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2001. 230 s. ISBN 80-247-0074-3.
- 4] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- 5] POLÁCH, Jiří. *Základy kapitálových trhu*. Ostrava : VŠB - TU Ostrava, 2006. 168 s. ISBN 80-248-1046-8.
- 6] SVOBODA, M. *Jak investovat – aneb anatomie burzovních lží*. 2. vyd. Brno: CP Books, 2005. 198 s. ISBN 80-251-0527-X.
- 7] STOWERS, James E. *Jak dosáhnout finanční nezávislosti*. Praha : GRADA Publishing , 1996. 306 s. ISBN 80-7169-337-5.
- 8] ZMEŠKAL, Z. A kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

### B) Novinové a časopisové články

- 1] HANSLÍČEK, Pavel. Kyselý zlatý déšť. *Euro : Ekonomický týdeník*. 28.1.2008, č. 5, s. 30-36.
- 2] MÜLLER, Roman. Investice na rozvíjejících sa trzích. *Osobní Finance*. 5.5.2008, č. 5, s. 62-63.

- 3] PRESSBURG, Adrian Peter. Bohaté ropné monarchie odchádzajú od dolára : Krajiny Perzského zálivu sa chytajú vytvoriť menovú úniu. *TREND*. 8.1.2009, roč. XIX, č. 1, s. 22-23.

### C) Internetové zdroje

- 1] International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging*. Washington, DC : [s.n.], 2008. 227 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/index.htm>>. ISBN 978-1-58906-757-8.
- 2] International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. Washington, DC : [s.n.], 2008. 57 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2008/APD/ENG/areo1108.htm>>. ISBN 978-1-58906-761-5.
- 3] International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Europe : Dealing with Shock*. Washington, DC : [s.n.], 2008. 86 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2008/EUR/eng/ereo1008.htm>>. ISBN 978-1-58906-760-8.
- 4] International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*. Washington, D.C. : [s.n.], 2008. 54 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2008/MCD/eng/mreo1008.htm>>. ISBN 978-1-58906-762-2.
- 5] International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, D.C. : [s.n.], 2008. 91 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2008/AFR/eng/sreo1008.htm>>. ISBN 978-1-58906-763-9.
- 6] International Monetary Fund. *Regional Economic Outlook : Western Hemisphere*. Washington, D.C.: [s.l.] : [s.n.], 2008. 91 s. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22029.0>>.

- 7] *MasterCard* [online]. c1994-2009 [cit. 2009-01-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.mastercard.com/us/company/en/insights/studies/studies.html>>.
- 8] *CALVERLEY, John, HEWIN, Sarah, GRICE, Kevin. SUERF - The European Money and Finance Forum : Emerging Stock Markets after the Crisis* [online]. Amsterdam : SUERF, 2000 [cit. 2009-03-12]. Dostupný z WWW: <<http://www.suerf.org/download/studies/study6.pdf>>.
- 9] *Bloomberg.com* [online]. c2009 [cit. 2009-03-16]. Dostupný z WWW: <[http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers\\_index\\_ibov.html](http://www.bloomberg.com/markets/stocks/movers_index_ibov.html)>.
- 10] *EconStats* [online]. 2009 [cit. 2009-03-18]. Dostupný z WWW: <[http://www.econstats.com/eqty/eqem\\_la\\_6.htm](http://www.econstats.com/eqty/eqem_la_6.htm)>.
- 11] *EMERGINVEST* [online]. c2009 [cit. 2009-03-16]. Dostupný z WWW: <<http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/Colombia/Markets.html>>.
- 12] *YAHOO! Finance* [online]. c2009 [cit. 2009-03-16]. Dostupný z WWW: <<http://uk.finance.yahoo.com/echarts?s=%5EMERV#chart3:symbol=^merv;range=my;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvalues=1;logscale=on;source=undefined>>.
- 13] *Financial Times* [online]. c2009 [cit. 2009-03-16]. Dostupný z WWW: <<http://markets.ft.com/ft/markets/countryOverview.asp?country=BR>>.
- 14] *International Monetary Fund* [online]. 2009 [cit. 2009-03-25]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselco.aspx?g=205&sg=All+countries+%2f+Emerging+and+developing+economies+%2f+Western+Hemisphere>>.
- 15] *StratégieONLINE* [online]. 2009 [cit. 2009-01-05]. Dostupný z WWW: <<http://www.strategie.sk/showdoc.do?docid=23464>>.
- 16] *YAHOO! Finance India* [online]. c2009 [cit. 2009-04-02]. Dostupný z WWW: <<http://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=americas>>.
- 17] *Bahrain Stock Exchange* [online]. 2009 [cit. 2009-04-04]. Dostupný z WWW: <<http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/index.asp>>.

- 18] *Bloomberg.com* [online]. c2009 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=BHSEASI%3AIND>>.
- 19] *Kuwait Stock Exchange* [online]. c2008 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.kuwaitse.com/PORTAL/DEFAULT.ASPX>>.
- 20] *EMERGINVEST* [online]. c2009 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <[http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/United\\_Arab\\_Emirates/Companies.html](http://www.emerginvest.com/WorldStockMarkets/United_Arab_Emirates/Companies.html)>.
- 21] *Abu Dhabi Securities Exchange* [online]. c2009 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.adx.ae/English/Pages/default.aspx>>.
- 22] *SHANGHAI STOCK EXCHANGE* [online]. 2009 [cit. 2009-04-12]. Dostupný z WWW: <[http://www.sse.com.cn/sseportal/en\\_us/ps/home.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml)>.
- 23] *Hang Seng Indexes* [online]. 2009 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.hsi.com.hk/HSI-Net/HSI-Net>>.
- 24] *TradersEdgeIndia : Enriching Investors Since 1998* [online]. c2009 [cit. 2009-04-15]. Dostupný z WWW: <[http://www.tradersedgeindia.com/nse\\_nifty.htm](http://www.tradersedgeindia.com/nse_nifty.htm)>.
- 25] *Btflive.net : Arab Capital Markets Resource Center* [online]. c2008 [cit. 2009-04-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.btflive.net/exchanges/exchanges.php?op=showexchange&id=5>>.
- 26] *Btflive.net : Arab Capital Markets Resource Center* [online]. c2008 [cit. 2009-04-21]. Dostupný z WWW: <<http://www.btflive.net/exchanges/exchanges.php?op=showexchange&id=4>>.
- 27] *BM&F BOVESPA : The New Exchange* [online]. 2009 [cit. 2009-03-24]. Dostupný z WWW: <<http://www.bovespa.com.br/indexi.asp>>.
- 28] *Euroekonóm : príručka moderného ekonóma* [online]. c2004-2009 [cit. 2009-02-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.sk/financie/financny-trh/charakteristika-financneho-trhu/>>.

## Zoznam skratiek

BRIC	Brazília, Rusko, India, Čína
CPI	Cenová inflácia
DIFC	Dubajské medzinárodné finančné centrum
DIFX	Dubajská medzinárodná finančná burza
E(Rp)	Očakávaný výnos portfólia
EÚ	Európska Únia
GCC	Krajiny Golfského zálivu
GFCI	Index globálneho finančného centra
HDP	Hrubý domáci produkt
IPO	Initial Public Offering (prvotná emisia akcií)
MCD	Middle East and Central Asia (Stredný východ a centrálna Ázia)
NIEs	Novoindustrované krajiny
QFC	Finančná autorita Kataru
$\sigma$	smerodajná odchýlka